

**VISIÓN COMPARADA DEL ACTIVISMO DE LOS ACCIONISTAS EN COMPAÑÍAS
ABIERTAS EN ESTADOS UNIDOS Y COLOMBIA: CONCEPTO, ANÁLISIS Y
CASUÍSTICA.**

Monografía para la obtención del título de abogada

Estudiante: Elisa Escobar Velásquez

Asesor: Mónica Arango Espinal

Universidad Eafit

2018

Medellín

Nota de aceptación

Firma del jurado

Firma del jurado

Abril del 2018

RESUMEN

El problema de agencia entre la administración y la propiedad en las compañías abiertas es una cuestión ya abordada por los autores de derecho societario. Se han planteado soluciones para resolver tal separación y, en consecuencia, las grandes compañías han adaptado sus esquemas de gestión para brindar mayor transparencia a los órganos directivos y otorgar confianza a sus inversionistas. Este trabajo busca ilustrar, desde un punto de vista comparado, cómo este papel preponderante concedido a los accionistas de las compañías abiertas ha incentivado el fenómeno conocido como activismo de accionistas.

PALABRAS CLAVE

Activismo; bolsa de valores; compañías abiertas; derechos de los accionistas; inversionistas institucionales; propuestas de accionistas; proxy access; pugna por la representación.

ABSTRACT

The agency problem arising between the management and the ownership of publicly-held companies is a long-time addressed issue by corporate law academics. Several solutions have been proposed as to resolve such separation and consequently, large companies have adapted their management schemes to provide greater transparency to the corporate governance bodies and to provide their investors with sufficient confidence. This study hereby seeks to illustrate from a comparative standpoint, how this significant role granted to shareholders has encouraged the shareholder activism phenomenon.

KEY WORDS

Activism; stock market; publicly-held companies; shareholder rights; institutional investors; shareholder proposals; proxy access; proxy fights.

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN.....	6
CONSIDERACIONES PREVIAS.....	8
CAPÍTULO 1: MARCO BÁSICO DE DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS EN COLOMBIA	16
1.1. DERECHOS POLÍTICOS.....	16
1.1.1. Derecho de voto	18
1.1.2. Derechos de inspección y de información	26
1.2. DERECHOS ECONÓMICOS.....	29
1.3. ACCIONES JUDICIALES Y RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES ...	31
CAPÍTULO 2: OTROS MECANISMOS NORMATIVOS ADICIONALES DE PROTECCIÓN A ACCIONISTAS EN COLOMBIA	35
2.1. EXIGIBILIDAD DE LAS MEDIDAS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO	36
2.2. OBLIGATORIEDAD DE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN	37
2.2.1. Adquisiciones por parte de beneficiarios reales.....	38
2.2.2. Cancelación de la inscripción en Registro Nacional de Valores y Emisores.....	39
2.3. DERECHO DE RETIRO	40
CAPÍTULO 3: PERSPECTIVA COMPARADA: MARCO BÁSICO DE DERECHOS EN ESTADOS UNIDOS	41
3.1. DERECHOS POLÍTICOS	41

3.1.1. Derecho de voto	43
3.1.2. Derechos de inspección y de información	51
3.2. DERECHOS ECONÓMICOS	53
3.3. MECANISMOS JUDICIALES Y RESPONSABILIDAD DE ADMINISTRADORES	53
<i>CAPÍTULO 4: ANÁLISIS DEL FENÓMENO DEL ACTIVISMO DE ACCIONISTAS.....</i>	<i>55</i>
4.1. PRINCIPALES ACTORES EN EL ACTIVISMO.....	56
4.2. INVOLUCRAMIENTO – CORPORATE ENGAGEMENT	64
4.3. ESTUDIO DE CASO	67
4.3.1. Caso CSX Corp v. The Children’s Investment Fund – TCI	69
4.3.2. Kingsland Holdings Ltd. v. Avianca Holdings S.A y otros	80
4.3.3. Pugna por la representación - Nelson Peltz v. Procter & Gamble	86
4.3.4. El caso de Michael Eisner en Walt Disney	94
<i>CONCLUSIONES.....</i>	<i>99</i>
<i>BIBLIOGRAFÍA.....</i>	<i>102</i>

INTRODUCCIÓN

El problema de agencia entre la administración y la propiedad en las compañías abiertas, en particular aquellas en las cuales participan grandes inversionistas, es una cuestión ya abordada por los autores de derecho societario, cuyo estudio ha estado marcado por el movimiento del buen gobierno corporativo a nivel global.

Se han planteado diversas soluciones para resolver dicha separación y, en consecuencia, las grandes compañías han adaptado sus esquemas de gestión para brindar mayor transparencia e independencia a los órganos directivos y en últimas, para otorgar confianza a sus inversionistas.

Por esto, en los países influenciados por el movimiento de las prácticas de buen gobierno corporativo, tales como Estados Unidos y Colombia, el accionista de las compañías abiertas ha adquirido un rol importante y ello ha resultado en un mayor involucramiento de este en la gestión social.

Aunque en Estados Unidos históricamente ha sido predominante cierta apatía racional de los accionistas frente a la gestión de las compañías, la tendencia hoy es hacia el involucramiento de éstos con la administración social. Los grandes inversionistas de las compañías abiertas en este país hoy prefieren involucrarse antes que vender sus acciones, pese a la facilidad que tienen para hacerlo debido a la alta liquidez de los valores en las bolsas estadounidenses. Con todo, la práctica del activismo no se limita a estos grandes accionistas, ni a los inversionistas institucionales, aunque sean éstos últimos quienes marquen la tendencia.

En Estados Unidos, han surgido grupos de accionistas cuyo propósito es actuar en conjunto para influenciar las decisiones societarias, bien sea con el fin de otorgarle valor a su activo o de velar por intereses mayores de todos los accionistas de la compañía.

En este sentido, el activismo de los accionistas se refiere a todos aquellos actos emprendidos por un accionista o un grupo de accionistas cuyo propósito es generar un cambio dentro de la compañía e influenciar la manera en que la misma es gestionada.

En Colombia el panorama es diferente, teniendo en cuenta que nuestro mercado de valores es pequeño y el capital se encuentra concentrado en unos cuantos grandes inversionistas. Es decir, la estructura del capital de las compañías abiertas aún difiere en gran medida del esquema estadounidense. Sin embargo, Colombia podrá hallarse en una situación similar en un escenario futuro, una vez logre fortalecer su volumen de capitalización bursátil, a través de una flexibilización de la normativa para acceder a este mercado; pero hoy no hay duda de que el accionista tiene un rol importante en la gestión de la compañía abierta, como se estudiará en este trabajo.

Así, en ambos países el tema del buen gobierno corporativo, que no es objeto de este trabajo, ya fue abordado en la doctrina societaria comparada y marcó el inicio de una tendencia hacia el mayor involucramiento de los accionistas en la gestión de las compañías emisoras en el mercado de valores. Este trabajo busca entonces ilustrar cómo este papel preponderante que se les ha concedido a los accionistas de las compañías abiertas ha incentivado su activismo, que, a pesar de ser un fenómeno no reciente, ha cobrado gran relevancia en los últimos años.

Para ello, se describirá, se analizará y por último se concluirá sobre el rol de los accionistas en la gestión societaria de este tipo de compañías. Se partirá, en primer lugar, de un análisis comparado

de los derechos otorgados normativamente a los inversionistas en Estados Unidos y en Colombia, que les permite tener determinada injerencia en la administración social, tales como el derecho de voto y el derecho a la distribución de utilidades.

Una vez trazado dicho esquema general de derechos, el trabajo busca recorrer el concepto del activismo de los accionistas, partiendo de una breve descripción de los principales actores del activismo, principalmente en Estados Unidos. Intenta además analizar y concluir sobre los efectos de este activismo y su posible relación con los derechos descritos en la primera parte del trabajo.

Finalmente, procura presentar, así como analizar algunos casos puntuales del activismo en ambos países.

La referencia a la normativa y la realidad práctica de otro ordenamiento es importante dado que, a pesar de tratarse de sistemas jurídicos distintos, y de mercados con estructuras distintas, el derecho colombiano de origen civilista (*civil law*) ha tomado como modelo algunos esquemas societarios del derecho corporativo moderno en Estados Unidos (*common law*), incentivados en especial por el actual Superintendente de Sociedades.

Considerando entonces que en Colombia apenas se empieza a hablar del tema, un análisis comparado permite visualizar de alguna manera el panorama que podría esperarle a nuestro país en este aspecto.

CONSIDERACIONES PREVIAS

En Colombia, de acuerdo con el artículo 5.2.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 podrán ser emisores de valores, entre otros, las sociedades por acciones y las sociedades de responsabilidad limitada.

En el Código de Comercio existen dos tipos de sociedades por acciones, esto es, las sociedades anónimas y las sociedades en comandita por acciones. Adicionalmente, la Ley 1258 del 2008 introdujo la sociedad por acciones simplificada.

Desde el ámbito mercantil, las sociedades anónimas cumplen en mayor medida las necesidades de la empresa entendida como actividad económica organizada y es por esto que se configuran en la actualidad como el tipo societario predominante en el mercado de las sociedades abiertas.

Las sociedades anónimas permiten contar con un capital diseminado entre múltiples propietarios inversionistas, admiten la libre negociabilidad de las acciones y además limitan la responsabilidad de los accionistas, entre otros beneficios.

Este trabajo toma en consideración únicamente el tipo de sociedades por acciones denominadas sociedades anónimas, reguladas en título VI del libro Segundo del Código de Comercio. Por el contrario, las sociedades en comandita por acciones y las sociedades de responsabilidad limitada que también pueden emitir valores, no son objeto de análisis por tratarse de figuras poco utilizadas en la actualidad en nuestro mercado bursátil.

En efecto, hoy por hoy no existe ningún emisor de valores en la Bolsa de Valores de Colombia cuya naturaleza jurídica sea comanditaria y solo un emisor se encuentra listado como sociedad de responsabilidad limitada.

Cabe aclarar que las sociedades por acciones simplificada reguladas en la Ley 1258 de 2008, a pesar de tratarse de un tipo societario cuyo capital se divide en acciones como su nombre lo indica,

no podrán inscribirse en el Registro Nacional de Valores y Emisores¹ ni negociarse en bolsa, ya que la misma ley lo prohíbe de manera expresa en el artículo cuarto.

Existen entidades o vehículos de otra naturaleza jurídica no societaria que pueden emitir valores, tales como ciertos patrimonios autónomos, los cuales, sin embargo, tampoco son objeto de este trabajo.

Por su parte, en Estados Unidos, el tipo societario elegido para el estudio de derecho comparado son las denominadas *corporations*. El Código de Regulaciones Federales (*Code of Federal Regulations*) que es la codificación general del gobierno federal de este país, define el término *corporation* en el artículo 301.7701-3(b) del Capítulo 1 del Título 26², y además incluye un listado de aquellas entidades constituidas en jurisdicciones ajenas a Estados Unidos que equivaldrán a este tipo societario. Para el caso de Colombia su equivalente son las sociedades anónimas mencionadas. Tanto las *corporations* como las sociedades anónimas son idealmente diseñadas para negociar sus valores en las bolsas de valores de Estados Unidos y Colombia respectivamente.

Una vez mencionados los tipos societarios elegidos para cada jurisdicción, conviene esbozar de forma preliminar aquel marco de acción legal que tienen los accionistas en los mismos con el fin de comprender si los mecanismos con los cuales cuentan son suficientes, o si, por el contrario, éstos limitan o son exiguos en la protección de sus intereses dando lugar al activismo de accionistas objeto de este escrito.

¹ Se trata de un registro administrado por la Superintendencia Financiera de Colombia en el cual se inscriben todas las clases y tipos de valores, sus emisores y las respectivas emisiones que éstos lleven a cabo. La inscripción es requisito necesario para la realización de ofertas públicas de valores o para la negociación de valores en un sistema de negociación como la Bolsa de Valores de Colombia.

² Citación legal: 26 CFR § 301.7701-3

Esto, pues la normativa suele concederles ciertos derechos que les permiten participar de los beneficios de la empresa, obtener determinada información que pueda ser de su interés, y participar mediante el voto en la toma de decisiones fundamentales, sin que estos derechos necesariamente les otorguen algún control directo sobre la gestión de la compañía.

La función de un accionista no es, *per se*, el desarrollo del objeto social. El día a día de la compañía se confía a determinados órganos designados para ello, esto es, a las juntas directivas y los administradores tales como el gerente ejecutivo y el gerente financiero, quienes conforman la administración. Así, la influencia de los accionistas se limita a cuestiones como la elección de administradores, la reforma de estatutos, la aprobación de operaciones por fuera del giro ordinario, entre otros, como se expondrá en próximos capítulos.

Tanto en Colombia como en Estados Unidos existe un esquema general de derechos que la administración debe respetar y dar lugar a su ejercicio. Dicho esquema ha sido desarrollado, ampliado y modificado a partir de la influencia de movimientos internacionales de buen gobierno corporativo.

Por ejemplo, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos – OCDE, expidió en agosto del 2016 el documento “ Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y el G20” el cual tiene como finalidad guiar la labor de los legisladores de los países miembros en la reglamentación de la interacción de los agentes económicos en los mercados de valores, con el propósito de garantizar una base de confianza y transparencia en las inversiones y en la asignación de capital, así como la eficiencia y crecimiento sostenible de estos mercados.

Para ello opta por sugerir directrices en cuanto a los controles y contrapesos que deberían disponerse frente a los administradores, intermediarios, proveedores de servicios, accionistas y directivos, que se constituyan en incentivos para que actúen de conformidad con sus funciones. De

esta manera se asegura el buen funcionamiento de los mercados de capitales y se aumenta la confianza de todo tipo de inversionistas.

De acuerdo con la OCDE, entre los derechos fundamentales de cualquier accionista se encuentran:

(i) registrar de manera segura su derecho de propiedad, (ii) ceder o transferir sus acciones, (iii) obtener información debida y relevante sobre la sociedad y de manera oportuna, (iv) participar y votar en las asambleas de accionistas, (v) elegir y remover a los administradores, (vi) participar de los beneficios de la sociedad.

En Colombia, gran parte de estos derechos fueron incorporados en el Código País, expedido mediante la Circular Externa 028 de 2007 de la Superintendencia Financiera de Colombia (en adelante, el “Código País”). A pesar de que las recomendaciones del Código País no son de obligatorio cumplimiento, los emisores de valores deben presentar anualmente un reporte de implementación de mejores prácticas que evidencie el cumplimiento de estas recomendaciones, y en caso de no cumplir con alguna de las medidas, el emisor deberá explicarlo. La información sobre el cumplimiento o no de dichas medidas constituye información relevante en los términos del artículo 5.2.4.1.5 del Decreto 2555 de 2010³ que deberá ser revelada al mercado para el conocimiento de los accionistas y demás grupos de interés.

³Se entiende por información relevante toda situación relacionada con el emisor o su emisión que habría sido tenida en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores. Todo emisor de valores deberá divulgar, en forma veraz, clara, suficiente y oportuna al mercado esta información, a través de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Consecuentemente, la gran mayoría de los emisores de valores en la Bolsa de Valores de Colombia han adoptado los anteriores mecanismos, exaltando el marco de derechos de los accionistas de las compañías abiertas.

La regulación del Código País fue tan solo un complemento al esquema general de derechos de los accionistas que ya se encontraba consagrado en nuestro ordenamiento jurídico en el Código de Comercio. La regulación colombiana cuenta con reglas sobre el ejercicio del derecho del voto, regímenes de mayorías, reglas para la aprobación de reformas estatutarias y la distribución de utilidades, entre otros, que denotan el núcleo de derechos de los accionistas de una sociedad.

Adicionalmente, nuestra legislación cuenta con un sistema de responsabilidad de los administradores sociales, consagrado en la Ley 222 de 1995, que se fundamenta en los deberes de cuidado, diligencia y buena fe, así como la denominada regla de discrecionalidad, con clara influencia anglosajona. Con base en estos principios de conducta y la denominada acción social de responsabilidad, un juez podría evaluar el comportamiento de los administradores si estos causan algún perjuicio a la sociedad, como se desarrolla en capítulos posteriores.

Por su parte, en Estados Unidos, la doctrina suele establecer como los derechos más importantes de los accionistas de compañías abiertas son el derecho al voto en aspectos fundamentales, el derecho a enajenar y negociar sus acciones, y el derecho a percibir dividendos⁴.

Ahora bien, previo al estudio del esquema general de derechos de estos accionistas, es necesario hacer una diferenciación entre los dos países en relación con sus mercados de valores y su capacidad de emisión. Esta diferenciación y la exposición de los siguientes capítulos nos permitirá

⁴ Ver, por ejemplo: (Velasco, 2006). Según este autor, el derecho a elegir a los directores y el derecho a vender sus acciones son primarios, básicos, principales y arraigados, es decir, fundamentales, aunque no en el sentido constitucional de este término.

comprender una de las razones por las cuales en Colombia el activismo es todavía un fenómeno desconocido.

La Bolsa de Valores de Nueva York – NYSE fue fundada en el año 1792 mientras que la Bolsa de Valores de Colombia apenas fue en 2001 con la unión de tres bolsas de valores más pequeñas que ya existían desde alrededor del año 1929 en el país.

La mayor diferencia hoy entre estas bolsas se encuentra en el número de emisores de valores que cotizan en cada una, pues en Estados Unidos cotizan alrededor de tres mil compañías mientras que en Colombia el número de emisores se mantiene alrededor de ochenta. Además, en Estados Unidos la única bolsa de valores no es la de Nueva York, sino que existen otras tales como Nasdaq⁵ y Amex⁶ por lo cual el número de compañías cotizantes puede ser aún mayor.

Esta diferencia sobresaliente puede explicarse en la regulación existente en Colombia para la emisión de valores, contenida principalmente en la Ley 964 de 2005 y reglamentada en el Decreto 2555 de 2010. Sin que sea el objeto de esta tesis, es pertinente señalar que la gran cantidad de deberes formales que tienen los emisores se constituye en un desincentivo importante para la pertenencia a este mercado. Así, es necesario en primer lugar inscribir la compañía y el o los valores a emitir, en el Registro Nacional de Valores y Emisores. Esta inscripción es un requisito fundamental para negociar valores en cualquier sistema de negociación y para realizar ofertas públicas de valores y a partir de dicha inscripción, los emisores quedan sujetos al control exclusivo

⁵ Nasdaq se refiere a la sigla en inglés de la Asociación Nacional de Corredores de Valores Automatizado de Cotización y se trata de la segunda bolsa de valores más grande de estados unidos y del mundo.

⁶ Amex se refiere a la sigla en inglés de Bolsa de Valores Americana. Es la tercera bolsa de mayor volumen de transacción en Estados Unidos.

o concurrente de la Superintendencia Financiera. Este control solo cesará una vez se cancele la inscripción de la totalidad de los valores en dicho registro.

Las principales exigencias de nuestro mercado se refieren a las demandas de información que realiza la Superintendencia Financiera, que visto desde un punto de vista positivo, buscan preservar la confianza de los inversionistas en nuestro mercado de valores, pero que su minucia formal implica importantes costos de transacción para las compañías.

Entre los requisitos de suministro de información, los emisores deben enviar cierta información financiera y contable de manera detallada y en la forma que lo exige la ley, con una frecuencia mínima trimestral; asimismo deben presentar los resultados de la encuesta Código País relativa al cumplimiento de los estándares de buen gobierno corporativo, con su respectiva explicación; además se le exige la publicación estricta y oportuna de todos aquellos hechos que se consideren información relevante, entre otros.

Finalmente, de acuerdo con el artículo 53 de la Ley 964 de 2005, el incumplimiento de las normas relativas al mercado de valores puede acarrear sanciones que van desde una amonestación y una multa hasta la suspensión o inhabilitación hasta por cinco años, o la cancelación de la inscripción en el registro.

Con todo, nuestra bolsa de valores ha optado por innovar y no se ha quedado atrás entre las bolsas de valores de América Latina. Desde 2008 incursionó en el mercado de derivados, y cuenta con plataformas de negociación proporcionadas por Nasdaq que significan herramientas atractivas para nuevos clientes.

Pese a la marcada diferencia entre el volumen de capitalización y la antigüedad de las bolsas de valores de Estados Unidos y Colombia, se consideró adecuado e innovador el estudio del fenómeno

del activismo para concluir si este se deriva exclusivamente de la estructura de capital del mercado de valores o si tiene cabida para mercados más pequeños como el colombiano.

Con base en las anteriores consideraciones, en los siguientes capítulos se estudiará de manera independiente y comparada los principales derechos de los accionistas inversionistas de compañías abiertas en Estados Unidos y en Colombia, a saber, el derecho al voto, el derecho a participar de las utilidades sociales, el derecho de información y los mecanismos judiciales, éstos últimos como herramientas *ex post* para la protección de los derechos señalados en primer lugar.

CAPÍTULO 1: MARCO BÁSICO DE DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS EN COLOMBIA

1.1. DERECHOS POLÍTICOS

Por regla general, cuando una persona natural o jurídica es propietaria de capital de una sociedad, recibe como contraprestación a su aporte una serie de derechos patrimoniales y de derechos políticos.

Los derechos políticos permiten al titular de la acción intervenir y tomar parte en las decisiones de funcionamiento y administración social.

Del artículo 379 del Código de Comercio se desprende como uno de los derechos básicos de todo accionista la participación en las deliberaciones de la asamblea de accionistas (en adelante, “asamblea de accionistas” o “asamblea”) y el derecho a votar en las reuniones de este órgano. Con ocasión de dichas reuniones es que se materializa el principal derecho político que es el ejercicio del derecho al voto. Este derecho es particularmente relevante porque le permite elegir directivos, así como expresar su punto de vista en el manejo societario.

De acuerdo con la doctrina colombiana, el voto en las sociedades por acciones se rige por un principio de proporcionalidad que implica que la participación en las deliberaciones y las decisiones sociales será proporcional al número de acciones del accionista, esto es, cuanto mayor sea el número de acciones de propiedad de un accionista, mayor será la capacidad decisoria en la compañía.

Sin embargo, existe una excepción a la regla de proporcionalidad en nuestra legislación comercial en tanto es viable que la compañía emita acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto. Esta posibilidad no es una innovación de nuestro ordenamiento, y se creó como una solución al ausentismo de los accionistas en las reuniones de las asambleas de accionistas y para promover la destinación de recursos y el ahorro a las sociedades anónimas abiertas (Martínez, 2014).⁷ Sin embargo, también significó una manera de que los accionistas controlantes mantuvieran dicho control a través del voto.

Aunque este tipo de acciones ya habían sido contempladas en la Ley 27 de 1990, el Código de Comercio reformado por la Ley 222 de 1995 reguló de manera completa este tipo de acciones a partir del artículo 61, las cuales tendrán el mismo valor nominal de las demás acciones y no pueden representar más del cincuenta por ciento (50%) del capital suscrito de la compañía.

Estas acciones confieren un derecho a percibir un dividendo mínimo que se paga de preferencia al de las acciones ordinarias. Como consecuencia del otorgamiento de mayores derechos económicos, dichas acciones no conceden un derecho al voto.

⁷ En Colombia, la Ley 1258 de 2008 permitió el voto plural en las sociedades por acciones simplificadas, las cuales, como se explicó, no son objeto de este trabajo pues las mismas no pueden ofrecer sus valores en la bolsa.

Así, en la actualidad se considera que el derecho político más importante es el derecho al voto, el cual se concede por regla general por el hecho de ostentar la calidad de accionista. Entre otros derechos políticos se encuentran también el derecho de inspección, que se explicará, asimismo.

1.1.1. Derecho de voto

1.1.1.1. Elección y composición de la junta directiva

De acuerdo con el artículo 438 del Código de Comercio, la junta directiva es el órgano de administración que cuenta con atribuciones suficientes para ordenar la ejecución o celebración de cualquier acto o contrato para que la sociedad cumpla con sus fines dentro del objeto social.

La junta directiva tiene la función de supervisar el negocio y la estrategia de la compañía en nombre de los accionistas. Es este órgano el que designa a los funcionarios clave para la gestión del día a día de la compañía tales como el gerente ejecutivo, gerente financiero y otros representantes legales.

. En Colombia, es la asamblea de accionistas quién en principio nombra a los candidatos según la facultad legal con la que los accionistas cuentan para formular proposiciones en las reuniones de la asamblea dispuesta en el artículo 182, lo cual no obsta para que la junta directiva fije los lineamientos y características de estos y las exigencias mínimas de experiencia para cumplir con sus estándares de buen gobierno corporativo.

En cuanto a la elección de los miembros de la junta directiva, de acuerdo con el artículo 436 del Código de Comercio, dicha facultad corresponde a la asamblea de accionistas, quien los elegirá para periodos determinados y por el mecanismo de cociente electoral, sin perjuicio de que puedan ser reelegidos o removidos libremente por este último órgano.

El cociente electoral, mecanismo incorporado en el artículo 197 del Código de Comercio, señala que cuando en una sociedad se va a elegir a dos o más personas para un cuerpo colegiado, como lo es la junta directiva, se aplicará el siguiente método:

Se vota por planchas o listas presentadas por los grupos de accionistas o grupos de interés dentro de la compañía, y cada una de estas listas tendrá un número total de votos. El número total de votos válidos emitidos, incluidos los votos en blanco, se dividirá por el número de cargos a proveer, es decir, por el número de personas a ser elegidas. El resultado de esta operación se denomina el cociente. Los votos en blanco se computan únicamente para determinar este cociente.

Cuantas veces quepa el cociente en el número total de votos recibidos por una plancha, será el número de cargos elegidos de dicha lista, asignando los cargos en orden descendente y empezando por aquella lista que más votos obtuvo. Si queda algún residuo se asignan los cargos en forma descendente, empezando por la lista o plancha que hubiese obtenido el mayor residuo.

El proceso descrito busca garantizar en cierta medida que la junta directiva se integre por representantes de cada uno de los diversos grupos de interés que existan dentro de la sociedad.

Sin embargo, este mecanismo no es el único aplicable para las sociedades anónimas listadas en la bolsa. La Ley 964 de 2005 permite que los estatutos de las sociedades emisoras de valores establezcan otros mecanismos de elección siempre y cuando éstos garanticen una mayor participación de los accionistas minoritarios en la elección de los miembros de junta directiva que aquella que hubiesen tenido en caso de aplicar el método del cociente.

Adicionalmente, esta misma ley estableció que el Gobierno Nacional podría regular un procedimiento para la elección de las juntas directivas de los emisores, lo cual se materializó en el Decreto 3923 de 2006.

Según dicho decreto, se deben realizar dos votaciones, una para la elección de los miembros independientes y otra para la elección de los demás directivos. Además, exige que las listas sean presentadas al secretario de la asamblea de accionistas junto con una comunicación escrita de aceptación de cada candidato; y si se trata de un cargo para miembro independiente, la comunicación debe acompañarse con una manifestación del candidato en la cual determine que cumple con los requisitos de independencia consagrados en el parágrafo segundo del artículo 44 de la Ley 964 de 2005.

En relación con el momento de su elección, pese a que no existe una reunión o un momento específico para realizar su nombramiento, sucede con frecuencia que los directivos se eligen en la reunión ordinaria de la asamblea de accionistas de conformidad con la función atribuida a este órgano en el numeral 4 del artículo 420 del Código de Comercio.

Esto es así, considerando que, por regla general, los estatutos de las sociedades establecen que su periodo es de un (1) año, que es igualmente la frecuencia con la que se debe realizar la reunión ordinaria de la asamblea de accionistas. De lo anterior se concluye también que no existe un período mínimo o máximo para la elección de los directivos, siempre que su periodo no sea vitalicio⁸.

Por otro lado, de conformidad con el artículo 44 de la Ley 964 de 2005, las juntas directivas de los emisores de valores se componen por lo menos de cinco miembros principales y máximo diez,

⁸ El artículo 198 del Código de Comercio establece que se entenderán por no escritas las cláusulas del contrato que tiendan a establecer la inmovilidad de los administradores elegidos por la asamblea de accionistas o junta directiva, o que exigen una mayoría especial distinta a la común para su remoción.

siempre un número impar. De estos, a diferencia de Estados Unidos en que se requiere una mayoría, solo el 25% deben ser independientes⁹.

Además, todos los miembros deben contar con un suplente personal y no numérico¹⁰. Esto se hace con el fin de proteger a las minorías de accionistas para que el miembro de junta directiva que fue elegido por éstos sea reemplazado por una persona natural específica con calidades similares. Cabe resaltar que los suplentes de los miembros independientes deben ostentar asimismo dicha calidad.

Otro asunto importante por analizar es la remuneración de los miembros de la junta directiva. Este tema es de amplio debate en Estados Unidos, como se expone en un capítulo posterior, pero en nuestro país parece ser más pacífico.

En Colombia, de acuerdo con la medida número 23 del Código País, se recomienda que los emisores de valores cuenten con un comité permanente de Nombramiento y Retribuciones que sea conformado por al menos un miembro de la junta directiva, el cual tendrá diversas funciones entre las cuales podría estar la recomendación sobre la remuneración de los directores.

Algunos ejemplos en el caso del mercado de valores colombiano son compañías como Almacenes Éxito S.A y Construcciones El Cóndor S.A, las cuales cuentan con un comité semejante. En relación con el primer emisor, el comité tiene la función de presentar a la asamblea de accionistas para su aprobación el documento que define las políticas de remuneración de los miembros de la junta directiva. Por su parte, la segunda sociedad cuenta con una política de remuneración que

⁹ Artículo 44 de la Ley 964 de 2005.

¹⁰ De acuerdo con el oficio 220-32875 de la Superintendencia de Sociedades: “Se entiende como miembro suplente numérico de una junta directiva de una sociedad, la persona que de acuerdo al cociente electoral entra a conformar dicha junta, ocupando el renglón de suplente, teniendo en cuenta únicamente para ello, el número de votos que se hayan depositado para conformar la junta directiva, sin consideración al nombre de la persona que ocupa el renglón principal”.

establece que la asamblea de accionistas será la encargada de fijar para cada período los honorarios de los miembros de la junta directiva con base en su asistencia a las sesiones del órgano y a las sesiones de los comités en los cuales participan los miembros de la junta directiva.

1.1.1.2. Propuestas de accionistas

Una manera indirecta de ejercer el derecho al voto es mediante la formulación de propuestas de accionistas. Como se expondrá más adelante, este asunto es más evidente en Estados Unidos, en dónde las propuestas de accionistas apuntan específicamente a que el tema sea debatido en la reunión anual de la asamblea.

En primer lugar, los accionistas se encuentran facultados para hacer proposiciones durante la reunión de la asamblea de accionistas. Esto es así de conformidad con el artículo 182 para las reuniones ordinarias, en las cuales está permitido tratar temas no indicados en la convocatoria a propuesta de cualquier accionista o los administradores.

Por su parte, en las reuniones extraordinarias es necesario que se hayan indicado los temas a tratar en la convocatoria a la asamblea, y solo podrá decidirse sobre temas no contemplados en el orden del día si una vez agotado este, se decida deliberar otros temas por decisión de la mitad más una de las acciones representadas en la reunión¹¹.

Adicional a la regla general en la cual los accionistas libremente formulan sus propuestas en las reuniones de la asamblea, de acuerdo con las disposiciones respecto a cada tipo de reunión, existe una norma específica para los emisores de valores consagrada en el artículo 40 de la Ley 964 de

¹¹ Para las sociedades anónimas que no se encuentran listadas en la bolsa, la mayoría para tratar demás no incluidos es del setenta (70%).

2005. Según este, un número plural de accionistas que represente por lo menos 5% de las acciones suscritas puede presentar propuestas a la junta directiva de las sociedades inscritas, por fuera de las reuniones de la asamblea. Dispone además que dichos órganos deberán considerar tales propuestas y responderlas por escrito a quienes las hubieren formulado, indicando con claridad las razones que motivaron las decisiones. En todo caso tales propuestas no podrán tener por objeto temas relacionados con secretos industriales o información estratégica para el desarrollo del negocio de la compañía.

Esta norma ha sido criticada por la doctrina bajo el argumento que puede llegar a producir el efecto contrario al deseado. Lo anterior teniendo en cuenta que, en principio, un accionista mayoritario, por ejemplo, puede formular propuestas sin necesidad de acudir a este mecanismo legal dado que normalmente alguno o algunos de los directivos de la sociedad fueron propuestos y elegidos por él mismo y esto facilita su contacto con los directivos.

Con esta norma, este contacto casual se torna en formal y puede afectar a accionistas minoritarios, dado que *“las mayorías pueden formalizar determinadas decisiones por medio de la presentación de propuestas a la junta directiva y ya no de manera informal, lo que produce una situación indeseable: el accionista de control, por fuera de una reunión de asamblea, formula una propuesta a la junta directiva dirigida a su propia conveniencia, probablemente afectando el interés social y por ende minorías que, ante dicha situación, no podrían impugnar acta o decisión alguna, ya que, en principio, no hay reunión de asamblea y seguramente la junta directiva fundamentará bien la aceptación de la propuesta del accionista de control”*. (Córdoba, 2014, pág. 500)

La situación descrita por el autor se debe en gran medida a la estructura de capital de las compañías que cotizan en Colombia y de nuestro mercado, el cual se encuentra relativamente concentrado. De este modo, el inversionista institucional o mayoritario por regla general no ha necesitado de

una norma para formular propuestas a los directivos, e involucrarse de alguna manera en su gestión y con esta disposición lo que se logra es darle formalidad al contacto entre este y la administración.

El autor citado apunta además a que los accionistas mayoritarios podrán formular propuestas que vayan en detrimento del interés social y que no se podrán impugnar en la medida en que no media una reunión y un acta para acudir a la jurisdicción.

No se comparte en estricto sentido la afirmación del autor pues los contratos del día a día no son generalmente objeto de escrutinio de los accionistas dado que la facultad de administración se encuentra por ley delegada a la junta directiva y a la alta gerencia y en principio, no deberían afectar de manera drástica el valor de la acción ni los intereses directos de los accionistas.

Asimismo, en relación con la imposibilidad de impugnar una decisión o acta, es importante tener en cuenta que este no es el único medio de protección con el cual cuentan los accionistas, sino que existen mecanismos tales como el derecho de retiro y la revelación de información relevante¹² que se explicarán más adelante, entre otros mecanismos, que protegen a los accionistas frente aquellos negocios o transacciones materiales que podrían afectar su propiedad accionaria.

Además, siempre se puede acudir a un juez mediante otro tipo de acciones para la protección de los intereses de un accionista cuando se ven afectados por un actuar negligente de la administración como son la acción individual de responsabilidad, consagrada en el artículo 200 del Código de Comercio. Esta acción, cabe aclarar, es únicamente indemnizatoria pero no enerva los efectos de un acta o de una decisión tomada por la administración.

¹² Por ejemplo, la norma sobre información relevante que otorgarle transparencia al mercado, exige la revelación de hechos o actos relevantes al mercado, que puedan eventualmente afectar la decisión de comprar o vender, lo cual supone en un principio que las operaciones del día a día no afectaría la propiedad de la acción, y en consecuencia, tampoco la decisión de vender.

Se considera que la norma puede ser ineficaz para combatir esta asimetría de mercado, pero que mínimamente les otorga cierta voz a los grupos minoritarios que antes no tenían y que les permitirá establecer un contacto formal y protegido por la ley con la administración y la dirección.

1.1.1.3. Reformas estatutarias y transacciones relevantes

Uno de los temas privativos de la asamblea de accionistas en Colombia es la aprobación de las reformas estatutarias, que son aquellas modificaciones al contrato social que dio lugar al nacimiento de la sociedad a la vida jurídica.

De acuerdo con el numeral primero del artículo 187 del Código de Comercio, es una función general de este órgano estudiar y aprobar las reformas de los estatutos.

Es usual que estas reformas se realicen por iniciativa de la administración, en específico, de la junta directiva y/o de la gerencia. Estas se proponen en el orden del día de la reunión de la asamblea, cuando se trata de una reunión extraordinaria para este propósito. Esto es así teniendo en cuenta que la junta directiva y gerencia son los máximos órganos de dirección de la sociedad, y conocen de primera mano las necesidades de reforma que pueda haber en la sociedad.

Antes de la expedición de la Ley 222 de 1995 existía una mayoría calificada para la aprobación de las reformas estatutarias. El artículo 68 de esta ley unificó las mayorías, salvo ciertas excepciones, y en la actualidad las reformas estatutarias se aprueban por la mayoría simple de los votos correspondientes a las acciones representadas en la reunión. Tratándose de compañías que cotizan sus valores en la bolsa, esta mayoría no puede modificarse por estatutos.

Además, si se trata de emisores de valores sujetos al control exclusivo por la Superintendencia Financiera de Colombia (es decir, que no estén sujetos a la vigilancia de esta entidad ni al control

concurrente por otras superintendencias¹³) las reformas estatutarias consistentes en la fusión, escisión o escisión impropia, reducción de capital con efectivo reembolso de aportes, entre otros, deben ser autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia.¹⁴

Por último, es preciso señalar que, por tratarse de sociedades anónimas, las reformas estatutarias se deben realizar mediante escritura pública que deberá ser inscrita en el registro mercantil.

1.1.2. Derechos de inspección y de información

Existe una asimetría de información de los accionistas y otros grupos de interés (*stakeholders*) en relación con la administración de una compañía. Como se ha expuesto, tanto en Colombia como en Estados Unidos, los accionistas de las compañías abiertas no participan directamente en la gestión y administración de la sociedad, aunque sean sus legítimos propietarios. Por eso, la ley otorga ciertos derechos individuales de fiscalización para examinar determinados documentos de la sociedad que le permitan evaluar su desempeño con el fin de tomar decisiones de inversión o desinversión y además consagra obligaciones en cabeza de las compañías para divulgar información de interés al mercado.

En Colombia, el derecho de inspección en las sociedades anónimas se encuentra consagrado en el artículo 447 y en el numeral cuarto del artículo 379 del Código de Comercio, y habilita a los

¹³ Por ejemplo, las entidades prestadoras de salud son vigiladas por la Superintendencia de Salud. Las entidades bancarias son vigiladas por la Superintendencia Financiera y no controladas, así se trate de emisores de valores.

¹⁴ Ver literal B del artículo 11.2.1.4.51 del Decreto 2555 de 2010 y la Parte 3 del Título I del Capítulo IV de la Circular Básica Jurídica 029 del 2014 de la Superintendencia Financiera de Colombia. Esta última regula la documentación requerida para las solicitudes de autorización de reformas estatutarias, que incluye, entre otros, la copia del acta que autoriza la fusión, copia de los estatutos, estados financieros básicos, etc.

accionistas para examinar ciertos documentos relacionados con la gestión de la compañía, en las oficinas de la administración y durante los quince días hábiles anteriores a la reunión de asamblea.

Dicho derecho de fiscalización no es absoluto en el tiempo como denota la norma citada, pues de ser así, la normal operación de la compañía podría verse afectada, y por esto la ley opta por restringir el derecho a los días anteriores a la reunión en la que se han de tomar decisiones.

Se afirma en la doctrina que este es un derecho instrumental al derecho de voto como principal derecho político (Martínez, 2014), y su alcance material y temporal ha sido enmarcado por la Superintendencia de Sociedades en múltiples conceptos.

En cuanto a su alcance material, se podrán evaluar dentro de la oportunidad legal ciertos documentos tales como la correspondencia de la sociedad relacionada con los negocios sociales, los libros de actas de la asamblea de accionistas y de la junta directiva, el libro de registro de accionistas y los balances generales de fin de ejercicio y estados de resultados.

Para el caso de las reuniones ordinarias, el derecho de inspección en relación con la información contable se limita al examen de los estados financieros del período cuyo cierre será objeto en la respectiva reunión de la asamblea. Así, los anteriores períodos contables no podrán ser revisados ya que se presume que los mismos fueron evaluados en la oportunidad legal anterior.¹⁵

Frente a las reuniones extraordinarias, dicho derecho se limita a la revisión de aquellos documentos que sean necesarios para la decisión de aprobación de operaciones que requieran balances de

¹⁵ Ver por ejemplo, Superintendencia de Sociedades, Oficio 220-009722 de 2004, Oficio 220-123598 de 2017 y Capítulo III, literal C de la Circular Básica Jurídica de la misma entidad.

propósito especial que se vayan a evaluar, como ocurre con ciertas reformas estatutarias como la fusión o la escisión.

Por su parte, la regulación financiera también trae disposiciones para subsanar la asimetría de información en el mercado de valores. El artículo 5.2.4.1.5 del Decreto 2555 del 2010 establece la obligación de todo emisor de valores de divulgar al mercado de forma veraz, clara, oportuna, suficiente y mediante la Superintendencia Financiera de Colombia, toda situación relacionada con él o con su emisión que habría sido tomada en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores.

La norma hace un listado de ciertos hechos relacionados con la situación financiera, contable, jurídica, comercial y laboral de la compañía, así como situaciones de crisis empresarial, que deben ser revelados al mercado, tales como aumentos o disminuciones de capital, enajenación de bienes por cierto valor, cambios en las condiciones financieras de créditos, inversiones de capital, decisiones relevantes de la asamblea de accionistas y de la junta directiva, reformas estatutarias, cambios en la actividad principal, reorganizaciones empresariales, entre otros. Todos estos hechos fueron considerados por el legislador como relevantes en la decisión de inversión o voto de un accionista. La lista es enunciativa teniendo en cuenta que nada obsta para que el emisor publique información que considera no está incluida dentro de los hechos mencionados en la norma, pero que supone es relevante para sus inversionistas. Con todo, los hechos enlistados son suficientemente amplios para cubrir toda clase de asuntos relevantes a revelar.

De este modo, se evidencia que existen normas que buscan solucionar la asimetría de información que se presenta entre los titulares de las acciones y quienes detentan el poder de administración, y aunque el derecho de inspección sea limitado en el tiempo y el contenido, existen disposiciones

aplicables al mercado de valores que protegen al accionista y su inversión, y proporcionan información para subsanar dicha asimetría.

1.2. DERECHOS ECONÓMICOS

En línea con lo anterior, uno de los derechos más importantes de los accionistas es el derecho a percibir utilidades. Este derecho se materializa con la repartición de dividendos que se decreta por regla general en la reunión ordinaria de la asamblea de accionistas que se realiza como mínimo una vez al año.

De acuerdo con el artículo 46 de la Ley 222 de 1995 los administradores deben rendir cuentas a los accionistas, presentando a la asamblea de accionistas al finalizar cada ejercicio contable, un informe de gestión, los estados financieros de propósito general y un proyecto de distribución de utilidades repartibles.

Este ejercicio se realiza en la reunión ordinaria mencionada, para lo cual se debe permitir el derecho de inspección en la oportunidad legal según fue descrito en el aparte anterior. Es el derecho de inspección el que permite a accionistas evaluar los balances de la sociedad con base en los cuales se hará la repartición de utilidades. Es por lo anterior que ambos derechos se encuentran estrechamente relacionados, en especial cuando se trata de reuniones ordinarias de la asamblea.

El derecho a percibir utilidades es entonces el derecho patrimonial más importante de los accionistas de las sociedades anónimas, protegido por la ley, la cual establece además que cualquier disposición que busque privar a un accionista de este derecho se tendrá por no escrita, de acuerdo con el artículo 150 del Código de Comercio.

De acuerdo con el artículo 451 del Código de Comercio, las utilidades se repartirán entre los accionistas por aprobación de la asamblea de accionistas y este órgano los decretará con sujeción a las normas fijadas para ello en la ley y en los estatutos. Esto es una función privativa del máximo órgano social considerando que el ánimo de lucro es un elemento de la esencia del contrato de sociedad.

La distribución de utilidades debe hacerse con base en balances fidedignos y reales del cierre del ejercicio contable. El ejercicio contable normalmente es de un año, y las utilidades se decretan por el año anterior, con sujeción al procedimiento determinado en el artículo ya mencionado. Tratándose de acciones ordinarias, la distribución se realiza en proporción a la parte pagada del valor nominal de las acciones, salvo estipulación estatutaria distinta.

Aunque el período de cierre para decretar los dividendos normalmente es de un año, en los estatutos se puede establecer que el cierre contable se realice cada semestre, trimestre o bimestre, y que con base en dichos cierres se decreten las utilidades, una vez se surta el procedimiento legal para ello.

Finalmente, es evidente que el derecho a percibir utilidades no es absoluto, como bien lo señala Martínez Neira porque su efectividad depende del interés de una mayoría especial de los accionistas. Es decir, la asamblea puede destinar las utilidades a otros fines tales como la readquisición de acciones, la creación de reservas, entre otros (Martínez, 2014).

Debe tenerse en cuenta que, por ley, se debe distribuir por lo menos el 50% de las utilidades líquidas, a no ser que se disponga la repartición de un porcentaje menor con el voto del 78% de los

accionistas que se encuentren representados en la respectiva reunión de asamblea, de acuerdo con el artículo 155 del Código de Comercio.

1.3. ACCIONES JUDICIALES Y RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES

Tanto en Colombia como en Estados Unidos los accionistas pueden recurrir a mecanismos judiciales cuando los anteriores derechos con finalidad de protección *ex ante* no son útiles en la realidad o son inobservados por los administradores, bien sea en detrimento de la sociedad o de los accionistas.

En primer lugar, los accionistas en Colombia pueden acudir directa e individualmente al juez para que declare responsable a los administradores por los perjuicios ocasionados a éstos¹⁶, de acuerdo con el inciso primero del artículo 200 del Código de Comercio.

Adicionalmente, existe una acción especial y distinta a la anterior para ser ejercida cuando el perjuicio se causa a la compañía, la cual permite que por decisión de la asamblea se solicite al juez que declare la responsabilidad patrimonial del administrador o los administradores por los perjuicios que ocasionen a la sociedad.

En estos casos, la sociedad será el sujeto activo de la pretensión de condena, y el o los administradores que hubieren causado el perjuicio serán los sujetos pasivos. Esta acción se conoce

¹⁶ De acuerdo con el artículo 22 de la Ley 222 de 1995, son administradores el representante legal de la sociedad, el liquidador, los miembros de la junta directiva, el factor y quienes detentan funciones administrativas según los estatutos.

como acción social de responsabilidad y se encuentra consagrada en el artículo 25 de la Ley 222 de 1995.

La convocatoria a la asamblea que decide el inicio de la acción social de responsabilidad debe realizarse por un número de accionistas que represente por lo menos el 20% de las acciones que conforman el capital social. La decisión se adopta por mayoría absoluta de las acciones representadas en la reunión e implica la remoción del administrador contra quien se adelanta la acción. Además, si la acción social de responsabilidad no se inicia dentro de los tres meses siguientes a la adopción de la decisión, la norma faculta a cualquier administrador, al revisor fiscal o a cualquier accionista, a iniciar la acción en interés de la sociedad. De similar forma podrán proceder los acreedores que representen por lo menos el cincuenta por ciento (50%) del pasivo externo de la sociedad, siempre y cuando el patrimonio de la sociedad no sea suficiente para satisfacer sus créditos.

La figura de la acción social de responsabilidad ha sido inoperante en la práctica judicial, teniendo en cuenta que el porcentaje exigido por la norma es alto y le da la posibilidad a un accionista mayoritario de bloquear la decisión de acudir al juez.

Este problema ya había sido identificado en el proyecto de reforma al régimen societario presentado ante la Cámara de Representantes del Congreso de la República en el año 2015, el cual contemplaba la posibilidad de incluir un nuevo mecanismo procesal denominado acción derivada para otorgarle mayor eficacia a la protección de los accionistas frente a las actuaciones de los administradores. Dicha acción permite que cualquier accionista demande a un administrador en nombre de la sociedad, sin que sea necesaria una determinación de la asamblea de accionistas. En Estados Unidos ya existe dicha figura, como se describirá en apartes siguientes.

El fundamento sustancial de la responsabilidad de los administradores se encuentra en los artículos 23 de la Ley 222 de 1995 y el artículo 200 del Código de Comercio, quienes responden solidaria e ilimitadamente de los perjuicios que por dolo o culpa ocasionen a la sociedad, a los accionistas o a terceros.

De acuerdo con el artículo 23 mencionado, los administradores de las sociedades deben obrar de acuerdo con los siguientes tres principios: buena fe, lealtad y diligencia de un buen hombre de negocios. Con base en estos principios podría entrar un juez a juzgar la conducta de un administrador frente a quien se adelante la acción en comento.

El principio de buena fe, en términos generales, implica la presunción que todas las actuaciones de las personas son legítimas y exentas de fraude o vicio. De esta manera, en relación con los administradores sociales, éstos deben obrar en cumplimiento de las exigencias del objeto de la sociedad y de los negocios que celebre.

Por su parte, el principio de lealtad implica el actuar recto del administrador que anteponga los intereses de la sociedad al propio del administrador, y sin aprovecharse de la sociedad para obtener un beneficio personal. (Velásquez, 2014)

Finalmente, el principio de diligencia de un buen hombre de negocios, de acuerdo con la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia de Sociedades implica que las actuaciones de estos deben ejecutarse con la diligencia que un comerciante profesional tendría sobre asuntos propios. Este deber implica a su vez el deber de informarse y asesorarse en la toma de decisiones.

El artículo 23 consagra también un listado de deberes específicos de los administradores tales como observar la ley y los estatutos, velar por mantener a salvo los secretos industriales de la

sociedad, abstenerse de utilizar información privilegiada, brindar un trato equitativo a todos los socios, entre otros.

Lo anterior ilustra el modelo de conducta vigente para los administradores sociales en Colombia. De ahí que los administradores deban realizar los esfuerzos conducentes al adecuado desarrollo del objeto social de conformidad con la ley.

No obstante, subyace a este modelo de conducta una mayor autonomía decisoria de los administradores y menor involucramiento judicial sobre la bondad o validez de sus decisiones.

Para la evaluación de la responsabilidad de los administradores con base en los anteriores principios y deberes, se ha desarrollado en la doctrina comparada el concepto de la regla de discrecionalidad o *Business Judgement Rule*, que hoy ha sido adoptada en ciertas decisiones por la Superintendencia de Sociedades en la evaluación del comportamiento de los administradores.

La regla de discrecionalidad compele a los jueces a que eviten examinar las decisiones de los administradores en el ejercicio objetivo de sus funciones. Esta regla apunta a que quienes detentan el poder de administración tengan la libertad suficiente para asumir los riesgos inherentes a su actividad sin un constante recelo por evitar un juicio que recaiga sobre los potenciales resultados económicos negativos de sus actuaciones.

Esta regla supone que toda operación es en alguna medida riesgosa y que no sería coherente con la realidad comercial que se atribuyese a los administradores cualquier pérdida incurrida, sin importar su naturaleza y causa, y que por ello estén obligados a responder por todos los perjuicios.

Asumir una posición contraria desincentivaría a los administradores a asumir riesgos de negocios que pueden, en su mayoría de veces, beneficiar a las sociedades.¹⁷

De esta manera, en procesos adelantados en contra de los administradores ante la Superintendencia de Sociedades, la entidad ha adoptado este criterio para su decisión sobre si inmiscuirse o no en una decisión societaria y responsabilizar a un administrador por posibles pérdidas de la sociedad.

Finalmente, se resalta que, dentro de los mecanismos judiciales disponibles a los accionistas en Colombia, se establece en el artículo 11.2.1.4.14.1 del Decreto 2555 de 2010 que a la Superintendencia Financiera le corresponden funciones jurisdiccionales. Entre otras, esta entidad conoce y falla en primera o única instancia y con las facultades propias de un juez, asuntos tales como: (i) las discrepancias sobre el precio de las cuotas de capital, con ocasión del reembolso de aportes o del ejercicio del derecho de preferencia en la negociación de acciones y (ii) la protección de accionistas minoritarios cuando consideren que sus derechos han sido lesionados directa o indirectamente por las decisiones de la asamblea general de accionistas o de la junta directiva o por representantes legales de la sociedad.

CAPÍTULO 2: OTROS MECANISMOS NORMATIVOS ADICIONALES DE PROTECCIÓN A ACCIONISTAS EN COLOMBIA

En el capítulo anterior se relató sobre los derechos generales de los accionistas en Colombia, y se

¹⁷ Ver, por ejemplo, Sentencias 800 – 52 del 1 de septiembre de 2014; S- 800-40 del 2 de Julio del 2014, Superintendencia de Sociedades. Delegatura de Asuntos Mercantiles

recordó que en nuestro país el esquema más esencial de derechos se encuentra consagrado en el Código de Comercio y la Ley 222 de 1995.

Entre estos derechos se destacaron las reglas sobre el ejercicio del derecho al voto, las reglas para la aprobación de reformas estatutarias y la distribución de utilidades, entre otros.

Se señaló además que la Ley 222 de 1995 incorpora un sistema de responsabilidad de los administradores sociales que se fundamenta en los deberes de cuidado, diligencia y buena fe, así como la denominada regla de discrecionalidad, con influencia anglosajona.

Adicional a este marco general, que es similar para todos los accionistas, otros mecanismos o herramientas en la ley pueden ser útiles en especial para los inversionistas en compañías emisoras, de lo cual se ocupa este capítulo.

2.1. EXIGIBILIDAD DE LAS MEDIDAS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

Para adaptarse a las exigencias internacionales que han surgido a raíz de las diversas crisis de los mercados globales, Colombia ha realizado cambios significativos en la regulación para ofrecer a los inversionistas pequeños, institucionales y extranjeros la seguridad del buen gobierno corporativo, la eficiencia y la transparencia del mercado.

Como se expuso en las consideraciones preliminares, las medidas de buen gobierno corporativo consagradas en el Código País son de adopción voluntaria. Sin embargo, para atraer inversionistas institucionales, en especial a las Administradoras de Fondos de Pensiones, es necesario cumplir con altos estándares de buen gobierno corporativo, por lo cual se hace cada vez más importante y menos voluntaria su aplicación.

El artículo 2.6.13.1.7 del Decreto 2555 de 2010 señala cuáles son los estándares mínimos de buen

gobierno corporativo que deben cumplir aquellos emisores que pretendan ser receptores de recursos de las Administradoras de Fondos de Pensiones.

El artículo en mención permite que la junta directiva de una Administradora de Fondos de Pensiones elabore criterios para tomar su decisión de inversión, entre los cuales deben estar, como mínimo, los siguientes:

- (i) La adecuada composición y el funcionamiento de los órganos de gobierno y control.
- (ii) La asignación clara de funciones y responsabilidades entre los distintos órganos de gobierno del emisor.
- (iii) La revelación y transparencia de la información financiera y no financiera, incluyendo la relacionada con los principales riesgos que tiene el emisor y la forma como estos se gestionan y la revelación completa de las operaciones que celebren con sus vinculados.
- (iv) Los mecanismos de protección de los derechos de los accionistas minoritarios.
- (v) Las medidas para prevenir y gestionar los conflictos de interés entre accionistas, administradores, empleados, los vinculados a todos estos y los principales grupos de interés.
- (vi) Los demás que mediante instrucciones de carácter general determine la Superintendencia Financiera de Colombia.

La adopción de las prácticas de buen gobierno corporativo hoy no son una novedad, pero sigue siendo un tema de gran relevancia para el análisis del activismo como se abordará en capítulos posteriores.

2.2. OBLIGATORIEDAD DE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN

Las ofertas públicas de adquisición permiten la adquisición de porcentajes que otorguen determinado control sobre sociedades emisoras de valores, de acuerdo con los artículos 6.15.2.1.1 y siguientes del Decreto 2555 del 2010.

Aunque existen ofertas públicas de adquisición de carácter voluntario, la ley obliga a la formulación de este tipo de ofertas en determinados casos, con el fin de concederle la posibilidad a los accionistas con menores porcentajes accionarios de vender su participación a un precio justo y no verse obligados a permanecer como inversionista en una sociedad controlada por alguien que, por ejemplo, no favorezca necesariamente sus intereses.

Por eso, la obligatoriedad de esta oferta pública se ha considerado un mecanismo de protección de los accionistas con porcentajes menores de participación en las compañías listadas en bolsa.

2.2.1. Adquisiciones por parte de beneficiarios reales

En determinados eventos se hace obligatoria la formulación de una oferta pública de adquisición, con el fin de proteger a los inversionistas, como sigue:

- A. Cuando se pretenda adquirir valores de una sociedad que convierta a la persona o grupo de personas en beneficiario real¹⁸ de un porcentaje de participación del 25% o más del capital con derecho a voto¹⁹.

¹⁸ El concepto de beneficiario real se define como: (i) cualquier persona o grupo de personas (ii) que, directa o indirectamente, por sí misma o a través de interpuesta persona, (iii) por virtud de contrato, convenio o de cualquier otra manera, (iv) tenga o pueda llegar a tener capacidad decisoria sobre una sociedad. Existe capacidad decisoria solo si se tiene la facultad de: (i) votar en elección de directivas, o dirigir o controlar u orientar dicho voto y (ii) enajenar y ordenar la enajenación o gravamen de la acción.

¹⁹ Se entiende por capital con derecho a voto el conformado por acciones en circulación con derecho a voto, valores convertibles en acciones con derecho a voto o que den derecho a su suscripción, valores o derechos cuyo subyacente sean acciones con derecho a voto y títulos representativos de acciones con derecho a voto.

- B. Cuando se pretenda incrementar la participación de una persona o grupo de personas que sean beneficiarios reales de una participación igual o mayor al 25% del capital con derecho a voto, en un porcentaje superior al 5%.
- C. Cuando como consecuencia de procesos de fusión resulten adquisiciones indirectas o sobrevinientes de capital de sociedades inscritas, que den lugar a cualquiera de las situaciones de los literales anteriores, con independencia del lugar en que se realicen e incluso si no están involucradas sociedades emisoras de valores.
- D. Cuando lo exijan uno o varios tenedores de valores con al menos el 1% de capital con derecho a voto en el evento en que un mismo beneficiario real adquiera más del noventa por ciento del capital con derecho a voto de la sociedad inscrita en bolsa.

2.2.2. Cancelación de la inscripción en Registro Nacional de Valores y Emisores

Cuando un emisor inscrito en el Registro Nacional de Valores y Emisores pretenda cancelar su suscripción, la asamblea de accionistas deberá tomar esta decisión con la mayoría de los votos presentes en la reunión.

La cancelación implica que las acciones dejen de transarse en la bolsa, por lo cual la ley consagra un procedimiento para proteger a los accionistas y en particular, aquellos que no votaron a favor de la cancelación.

En primer lugar, la intención de cancelar la inscripción debe informarse mediante aviso destacado en las páginas económicas de dos diarios de amplia circulación a nivel nacional indicando la fecha, hora y lugar de la asamblea en la que se decidirá sobre ello.

Los accionistas que voten a favor de la cancelación tienen la obligación de promover una oferta pública de adquisición sobre las acciones de los accionistas que no participaron en la asamblea en la que se tomó la decisión o que no estuvieron de acuerdo con la misma.

Cabe agregar que si el emisor es extranjero no es necesaria la realización de la oferta pública de adquisición si los valores se encuentran listados en una bolsa o sistema de negociación de valores internacionalmente reconocido a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia.

2.3. DERECHO DE RETIRO

La Ley 222 de 1995 estableció el derecho de retiro como uno de los mecanismos para proteger los derechos patrimoniales de los accionistas de las sociedades en general.

El derecho de retiro, según el artículo 12 de dicha ley, se puede ejercer cuando en virtud de un proceso de transformación, fusión o escisión, se imponga a los accionistas una mayor responsabilidad o cuando implique una desmejora de los derechos patrimoniales.

Este derecho corresponde a los accionistas *ausentes o disidentes* en la reunión de la asamblea de accionistas en la cual se tome la decisión de reorganización societaria y se puede ejercer mediante comunicación escrita al representante legal, dentro de los ocho días siguientes a la fecha en que se adoptó la decisión.

Se entiende que hay desmejora de derechos patrimoniales, entre otros, en los eventos de disminución del porcentaje de participación, disminución del valor patrimonial de la acción, cuota

o parte de interés, disminución del valor nominal de la acción si implica reducción de capital, o por la limitación o disminución de la negociabilidad de la acción.²⁰

Para el caso específico de las sociedades inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores, el artículo señala que procede el ejercicio de este derecho por la cancelación voluntaria de la inscripción en este registro, como se mencionó con anterioridad.

El derecho de retiro es irrenunciable de manera general. Solo podrá renunciarse cuando efectivamente nace el derecho a su ejercicio y opera de manera independiente para cada causal, según el artículo 17 de la Ley 222 de 1995.

Es decir, no es posible pactar una renuncia o modificación como regla general y en abstracto al derecho de retiro, con el fin de que llegada la ocasión de una reorganización que desmejore los derechos patrimoniales de los accionistas, esta prerrogativa no pueda ser ejercida. Lo que sí es viable es que, de concurrir en efecto y en concreto una causal para que los accionistas lo ejerzan, podrán éstos renunciar a su ejercicio para el caso particular.

CAPÍTULO 3: PERSPECTIVA COMPARADA: MARCO BÁSICO DE DERECHOS EN ESTADOS UNIDOS

3.1. DERECHOS POLÍTICOS

En Estados Unidos, la mayoría de las compañías abiertas emiten acciones ordinarias como las conocemos en Colombia. Este tipo de acciones, por regla general, ofrecen los mismos derechos de

²⁰ Las discrepancias sobre la existencia de una causal de retiro se llevan ante la Superintendencia encargada de las facultades de vigilancia, inspección y control. En el caso de las sociedades emisoras de valores será, por regla general, la Superintendencia Financiera de Colombia.

voto y de percepción de utilidades en proporción al porcentaje de capital, salvo que se creen distintos tipos de acciones ordinarias con proporciones de voto y dividendos diversas.

Los derechos vinculados a las acciones y a sus tipos o series suelen especificarse en los estatutos sociales.

Con todo, en este país existe cierta flexibilidad para crear otro tipo de acciones tales como: acciones preferentes o acciones sin voto.

Las acciones preferentes combinan elementos de instrumentos de renta fija y de renta variable, ya que permiten a sus propietarios recibir un porcentaje fijo de utilidades antes que los demás accionistas y generalmente no otorgan derecho a voto. En algunas ocasiones puede incluir un derecho preferencial al reembolso de capital por encima de otro tipo de acciones, en una eventual liquidación de la compañía.

El capital también se puede dividir en acciones redimibles que suelen crearse a favor de los mismos empleados de la compañía, ya que le permiten a esta recomprar las acciones de un accionista luego de cierto período de tiempo o una vez el empleado se retire de la misma.

También existen acciones con un derecho preferente para la suscripción (Reyes, 2013), similar al derecho de preferencia en Colombia. Estas acciones permiten que en el evento en que la compañía pretenda emitir nuevas acciones, estas se ofrezcan en primer lugar a los accionistas con este derecho.

Como bien lo señala Reyes Villamizar, estas acciones con derecho de preferencia pueden ser menos atractivas para las compañías que cotizan sus valores en la bolsa y que deseen satisfacer

necesidades de capital a corto plazo, dado que puede implicar muchos costos y obstáculos procedimentales.

En todo caso, en Estados Unidos es mayor la flexibilidad para la creación de series y tipos de acciones para las compañías abiertas que en nuestro país. Como se explicó, en Colombia la regulación sobre los tipos de acciones que pueden emitir las sociedades anónimas es bastante rígida y un poco anticuada, a diferencia de las sociedades por acciones simplificadas colombianas que han imitado el modelo estadounidense, pero que no pueden negociar sus valores en la bolsa.

3.1.1. Derecho de voto

3.1.1.1. Elección y composición de la junta directiva

En Estados Unidos los directivos son elegidos en la reunión anual que realiza de forma obligatoria la asamblea de accionistas, según la nominación que por regla general hace la misma junta directiva, a diferencia de lo que ocurre en Colombia en que los accionistas tienen voz en la nominación de los directivos. Esto indica que existe un momento específico para hacer tal nombramiento y/o remoción, a diferencia de nuestra legislación en la cual no existe una reunión particular en la que de manera obligatoria deba efectuarse su elección.

En Estados Unidos, las compañías listadas en la Bolsa de Valores de Nueva York (*New York Stock Exchange – NYSE*)²¹ deben contar con un comité de nombramientos y gobierno, compuesto enteramente por miembros independientes, el cual tiene como función identificar los candidatos calificados para convertirse en directores y recomendar su nominación a la junta directiva actual.

²¹ Se refiere a la Bolsa de Valores de Nueva York y se trata de la bolsa de valores del mundo más grande en capitalización y número de compañías listadas.

En cuanto al número de miembros que debe tener este órgano, por regla general no existe un número mínimo de miembros de junta directiva, aunque las leyes estatales puedan exigirlo así. De estos miembros, la Bolsa de Valores de Nueva York y Nasdaq exigen que por lo menos el 50% sean independientes, aunque algunas compañías han adoptado políticas que exigen una mayoría calificada de miembros independientes. Por ejemplo, de acuerdo con un estudio de la firma Shearman and Sterling²², 93 de las 100 compañías más grandes de Estados Unidos listadas en las bolsas mencionadas cuentan con un 75% de miembros independientes.

El mecanismo de elección y voto de los directivos en Estados Unidos difiere del nuestro. En Colombia, como se indicó, la elección de los miembros de la junta directiva se realiza por cociente electoral, mientras que en Estados Unidos puede realizarse mediante voto mayoritario (*majority voting*) o voto plural (*plurality voting*) según lo exija la ley de cada estado o los estatutos de la sociedad.

El mecanismo de voto plural implica que el candidato que obtenga el mayor número de votos para un cargo en la junta directiva será elegido para dicho cargo, sin importar si dicho número de votos alcanza o no una mayoría. En este escenario, es necesario que el candidato obtenga por lo menos un voto a favor. Bajo esta modalidad de elección, los únicos votos relevantes son los ejercidos, pues el voto no ejercido (*withheld vote*) o en contra no tendrá ninguna incidencia.

Este método se estableció así para evitar elecciones fallidas, teniendo en cuenta que la desconcentración del capital de las compañías abiertas en Estados Unidos dificulta que un solo candidato reciba una mayoría determinada. (Fairfax, 2011)

²² Shearman & Sterling LLP (S&S) es una firma de estadounidense que realiza esta en cuenta de manera anual, para lo cual elige a las 100 compañías más grandes de Estados Unidos de acuerdo con su capitalización bursátil e ingresos anuales.,

Este mecanismo ha sido criticado por activistas y por diversos autores de derecho corporativo, dado que permite que un candidato que cuente con poca legitimación de los accionistas quede elegido para un cargo de director, incluso si no recibió una mayoría significativa de votos²³.

Sin embargo, algunas de las compañías que todavía implementan tal mecanismo de elección de directivos suelen disponer en sus estatutos que aquellos candidatos que reciban menos votos favorables que el número de votos abstenidos deberán presentar su renuncia a la junta directiva dentro de un término establecido asimismo en los estatutos. Lo anterior se conoce como *plurality plus voting*.

Con todo, existe una tendencia creciente desde el año 2009 hasta el año 2015 hacia la adopción del mecanismo de *majority voting*. Este mecanismo, como lo indica su nombre, requiere que el candidato reciba determinada mayoría de votos para ser elegido. Según un estudio de la firma asesora de accionistas llamada *Institutional Shareholder Services – ISS*, para el año 2015 este mecanismo ha sido adoptado por casi el 90% de las compañías del S&P500²⁴ y por el 60% de las compañías del S&P1500²⁵.

Cabe mencionar que luego de la lucha de los accionistas por migrar hacia el mecanismo de *majority voting* o el *plurality plus*, el tema que en la actualidad predomina en la agenda de los accionistas es la posibilidad de que sean estos mismos quienes nominen y no solo elijan a los candidatos para

²³ Ver por ejemplo el caso de Walt Disney, el cual se expone en el último capítulo de este trabajo, en el cual se llevó a cabo una campaña para abstenerse de votar a favor de la elección del presidente de la junta directiva. La campaña fue exitosa en la mayoría de los accionistas se abstuvieron de votar, pero, aun así, el director permaneció en la junta directiva.

²⁴ El S&P500 es un índice del mercado bursátil de Estado Unidos cuyo subyacente son las empresas líderes y más representativas en los mercados de NYSE y Nasdaq. Las empresas que forman parte del índice se eligen con base en criterios de capitalización bursátil, liquidez, entre otros.

²⁵ El S&P1500 es un índice del mercado bursátil de Estados Unidos que incluye el 90% de la capitalización en el mercado bursátil de Estados Unidos y representa de alguna el mercado de acciones en el país.

pertenecer a la junta directiva, lo cual se denomina en la doctrina norteamericana como *proxy access*.

Según un estudio de la firma Gibson Dunn, aunque más del 60% de las compañías del S&P500 han adoptado disposiciones estatutarias en relación con el *proxy access*, para el año 2017 este sigue siendo el asunto mayoritario en las propuestas de los accionistas. (Gibson Dunn, 2017)

Además, en dicho año se presentaron propuestas para adoptar el *proxy access* en muchas compañías, y otras cuantas para modificar la regla existente al respecto²⁶. En este sentido, la facultad de los accionistas de nominar candidatos parece ser de las más recientes tendencias en cuanto a buen gobierno corporativo.

Por otro lado, en este país ha sido objeto de debate y posterior reglamentación, la cuestión de si los accionistas tienen derecho o no a proponer a la junta directiva la forma de remuneración de los directivos, y si su voto a este respecto debe ser vinculante o solo un voto tipo consejo. Esto es así pues en los últimos años se ha presentado una indignación generalizada por lo que se percibe como una remuneración excesiva de los directivos (Fairfax, 2011).

La Ley Dodd Frank del año 2010 (*Dodd Frank Act*) en la sección 951 que modificó la Ley de Valores²⁷, consagró como obligatorio para todas las compañías abiertas el voto conocido como “*say on pay*”, esto es, un voto consultivo de los accionistas acerca de la remuneración de los directivos. Es decir, la ley consagró como obligatorio llevar a cabo una votación sobre la remuneración de los directivos por lo menos una vez cada tres años, cuyo resultado no es

²⁶ Por ejemplo, sujeto a lo dispuesto en la regulación estadual, la compañía puede adoptar en sus estatutos que un accionista con un determinado porcentaje de las acciones con derecho a voto tiene derecho a nominar un candidato para la junta directiva.

²⁷ 15 U.S. Code § 78n-1

necesariamente vinculante. Antes de la expedición de esta ley, era una propuesta recurrente de los accionistas el establecimiento vía estatutaria del voto consultivo sobre la remuneración de los directivos y algunas compañías decidieron adoptarlo voluntariamente.

No obstante, de acuerdo con lo visto en el capítulo anterior, en Colombia parece ser mayor la incidencia que tienen los accionistas en la elección, remoción y remuneración de los directivos, considerando que los grupos de accionistas tienen algún candidato de su preferencia con un puesto en este órgano, quien defenderá sus intereses dentro del mismo.

Por su parte, en Estados Unidos, únicamente con la adopción de la obligatoriedad del voto consultivo sobre la remuneración de los directivos (*say on pay*), los accionistas lograron pronunciarse sobre este tema, y en cuanto al nombramiento de los candidatos, hoy en día todavía luchan para que se adopte el *proxy access* y puedan nominar por lo menos un candidato de su preferencia.

3.1.1.2. Propuestas de accionistas

En Estados Unidos, las propuestas de accionistas son un tema central dentro de la gestión de las sociedades emisoras. Las propuestas de accionistas (*shareholder proposals*) son aquellas recomendaciones que formulan los accionistas en relación con las políticas de la compañía de la cual son dueños, y que aparecen en un documento denominado declaración de poder (*proxy statement*) para que sean sujetas a votación de la asamblea de accionistas.

La declaración de poder o el formulario 14A es un documento que exige la Comisión Nacional del Mercado de Valores de Estados Unidos (*Securities Exchange Commission*) para las compañías listadas en bolsa. Dicho formulario se debe presentar ante esta entidad para su divulgación, con el

fin de informar a los accionistas sobre los temas a tratar en la reunión anual de la asamblea y las instrucciones para ejercer el voto en la misma. Es por esto que se afirma que dicho documento está directamente relacionado con el derecho más básico de los accionistas que es el derecho a votar y se encuentra desarrollado en la Regulación 14a contenida en la sección 240, capítulo segundo del título 17 del Código de Regulación Federal de Estados Unidos.²⁸

De acuerdo con Fairfax, las propuestas de los accionistas sirven por lo menos para tres propósitos, a saber: (i) resaltar la visión de los accionistas en asuntos de importancia en la sociedad, (ii) mejorar la comunicación entre los accionistas entre sí, y entre estos y la sociedad; y finalmente (iii) permiten que los accionistas influyan en las políticas de la compañía (Fairfax, 2011). Cabe resaltar que, en principio, las propuestas de los accionistas son apenas consultivas y no vinculantes para la sociedad.

Según la Regla 14a- 8 de la Comisión mencionada, para la fecha en que la propuesta sea presentada, el accionista o los accionistas que la presentan deben tener por lo menos dos mil dólares (US 2000) en el valor de mercado o el 1% de las acciones con derecho a voto en la compañía y haber ostentado dicha condición por lo menos en el último año sin solución de continuidad. Esto busca que únicamente aquellos accionistas con intereses a largo plazo en la sociedad puedan utilizar el mecanismo.

La regulación 14A consagra otros requerimientos relativos al número de palabras de la propuesta, la fecha límite para radicarlas, su contenido, entre otras formalidades.

Son propuestas recurrentes de los accionistas en Estados Unidos aquellas referidas a temas medioambientales, sociales y de gobierno corporativo. Por ejemplo, se encuentran propuestas para

²⁸ Citación legal: 17 CFR 240.14a

eliminar las supermayorías, es decir, aquellas mayorías que exigen un 60% o 75% de votos para ser aprobadas. Esto tiene sentido en este país pues dichas mayorías calificadas son más difíciles de obtener en compañías con capitales demasiado dispersos como se ha expuesto, y la eliminación de este requisito permitiría mayor influencia de los accionistas en las transacciones importantes.

También se ha propuesto la separación del cargo del gerente ejecutivo (*CEO*) del cargo de presidente de la junta directiva, vía estatutos, dado que es usual en ese país que este director ostente tal posición bajo el argumento que la doble función sujeta este órgano a la dominación de la administración encabezada del director ejecutivo.

Otras propuestas han tomado mayor relevancia tratándose de asuntos sociales y medio ambientales. Por ejemplo, es cada vez más común encontrar propuestas para la conformación de juntas directivas incluyentes y diversas, o la inclusión de políticas de no discriminación en la compañía.

Según el estudio de la firma Gibson Dunn, más del 40% de las propuestas de los accionistas presentadas en el año 2017 abordaron este tipo de cuestiones, convirtiéndose en la mayor categoría de propuestas de accionistas por primera vez desde el año 2014 (Gibson Dunn, 2017).

Ahora bien, la sociedad no está obligada a incluir todas las propuestas de los accionistas en el orden del día. Según la regulación de la Comisión indicada, la sociedad puede rechazar la propuesta para no ser incluida en el formulario bajo ciertas circunstancias. La compañía, a través de sus administradores, es quien tiene la carga de demostrar que la exclusión de determinada propuesta es apropiada, como se expone.

En este sentido, la Regla 14a-8(i)²⁹ permite que una compañía excluya una propuesta por razones tales como: la propuesta es inapropiada según la ley estatal; por violación de la ley o de las reglas de proxy; por tratarse de un interés personal especial del accionista; por falta de capacidad de la sociedad para implementar la propuesta; cuando se trata de un tema referido a funciones del giro ordinario de los negocios de la compañía delegado a la junta o a la alta gerencia, o incluso si la propuesta ya fue implementada, o es irrelevante al tratarse de operaciones referidas a menos de cierto porcentaje del total de los activos de la compañía.

Para el año 2017, el 37.6% de las exclusiones de las propuestas se basaron en argumentos del giro ordinario de los negocios, el 32.8% fueron rechazadas porque la propuesta ya se encontraba sustancialmente implementada dentro de la compañía, y un 17.5% de propuestas fue excluido por defectos de forma. Con todo, la cifra más importante es aquella de las exclusiones que la Comisión mencionada concedió, que fueron 189, lo que equivale al 78% de las propuestas de los accionistas para ese año (Gibson Dunn, 2017).

En definitiva, el tema de las propuestas de accionistas ha sido mucho más desarrollado en Estados Unidos, y en dicho país ha sido factor clave y campo de juego para el activismo de los accionistas como se ilustrará con casos puntuales más adelante. A través de sus propuestas, los accionistas buscan tener mayor incidencia en la gestión societaria y la tendencia es creciente a favor de nuevas propuestas relacionadas cada vez con asuntos de mayor complejidad.

²⁹ Citación legal: 17 CFR § 240.14a-8

3.1.1.3. Reformas estatutarias y transacciones relevantes

Para hablar de reformas estatutarias en Estados Unidos debe precisarse el concepto de estatutos. En dicha jurisdicción, al momento de la constitución de una compañía se expide una carta o certificado de constitución (*charter* o *articles of incorporation*). Esta carta contiene los datos principales de la compañía tales como el tipo de entidad, objeto social, razón social, el número de acciones a ser emitidas con la constitución, entre otros. La posibilidad de modificar esta carta es limitada, dado que es la junta directiva quien propone su alteración, y la asamblea quien la aprueba o no; pero este último órgano no tiene la potestad de proponer su reforma en un principio.

Por su parte, existen los estatutos en sentido estricto (*bylaws*) los cuales contienen las reglas más detalladas sobre la elección de directivos, procedimientos para la convocatoria de los órganos sociales, entre otros.

Los derechos asociados a la reforma de los estatutos (*bylaws*) suelen ser más amplios. En términos generales, los accionistas pueden proponer, modificar o derogar los estatutos. No obstante, en este país es posible que los directivos reformen los estatutos lo cual depende en gran medida de la ley de cada estado (Fairfax, 2011). Es usual que los estatutos faculen a los directivos para alterarlos, y esta función coexiste con la función atribuida a la asamblea de accionistas.

3.1.2. Derechos de inspección y de información

En Estados Unidos el derecho de inspección suele estar regulado en las leyes estatales, o en su defecto, en los estatutos. Este derecho usualmente se limita al examen de los libros de actas, el libro de registro de accionistas, y los estatutos; y el accionista interesado carga con la prueba de justificar como sustancial su solicitud de información (Velasco, 2006).

Por ejemplo, en Delaware, cualquier accionista puede solicitar por escrito la inspección de los libros y registros expresando bajo la gravedad de juramento el propósito de su solicitud. Podrá sacar copias o extractos del libro de registro de accionistas, libro de actas, entre otros sin importar el número de acciones que posea. Si la compañía se niega a cumplir con una solicitud de inspección debidamente formulada y justificada, el accionista puede iniciar una demanda para forzar la inspección³⁰.

Por su parte, en cuanto a un derecho de información general, las leyes federales relacionadas con el mercado de valores exigen la divulgación de gran parte de la información corporativa al mercado en general, como ocurre en Colombia. Aunque la regulación federal no se preocupa en particular por el derecho de inspección como se entiende en nuestra legislación, sí se ocupa por regular el derecho de información que tienen los accionistas y otros grupos de interés de la sociedad.

De manera similar al caso colombiano, la Ley de Valores de 1933 y 1934 (*Securities Exchange Act de 1933* y *Securities Exchange Act 1934*), así como la Ley Sarbanes Oaxley (*Sarbanes-Oaxley Act*) exigen la divulgación al mercado de estados financieros de la compañía con corte anual y trimestral. Asimismo, exigen la divulgación de aquellos eventos de importancia relevante sobre los cuales deberían estar informados los accionistas o grupos de interés, tales como procesos de quiebra, cambios en la administración, suscripción o terminación de contratos materiales, enajenación de activos, modificación material de los derechos de los accionistas, reformas estatutarias.

³⁰ Ley General de Sociedades de Delaware, Título 8, artículo 220 (8 Delaware Act § 220)

3.2. DERECHOS ECONÓMICOS

En Estados Unidos este derecho tiene connotaciones diferentes al caso colombiano. Allí, los accionistas solo tienen derecho a recibir utilidades si así lo declara la junta directiva. No existe mayor obligación legal para que los directivos decreten dicha distribución y pueden en términos generales de manera libre decidir reinvertir las mismas.

Para Reyes Villamizar, *“los procesos encaminados a exigir la declaración y el pago de dividendos suelen enfrentarse a variados obstáculos relacionados, en especial, con la amplísima facultad discrecional de la junta directiva para adoptar determinaciones sobre el particular. Así las cosas, es necesario, por lo general, allegar elementos que tiendan a comprobar la presencia de mala fe o fraude por parte de los directores”*. (Reyes, 2013, pág. 288)

No obstante, en la práctica, los estatutos de las compañías abiertas suelen contar con una política de distribución de dividendos que permite repartir utilidades a los accionistas con determinada frecuencia. En todo caso, si lo que busca el accionista es liquidez inmediata, y no la logra obtener mediante la repartición de utilidades, es relativamente fácil para el accionista de una compañía de Estados Unidos vender sus acciones una vez lo decida así, por tratarse de un mercado con una operación bursátil robusta.

3.3. MECANISMOS JUDICIALES Y RESPONSABILIDAD DE ADMINISTRADORES

En Estados Unidos los accionistas tienen a su disposición dos mecanismos judiciales para solicitar el resarcimiento de perjuicios ocasionados por los administradores. Como ocurre en Colombia, los titulares de las acciones pueden acudir al juez directamente con base en argumentos como la

violación al derecho de voto, la falta de pago de dividendos, la negación del derecho de inspección, la violación al derecho de preferencia, entre otros.

Adicionalmente, el accionista puede demandar de manera indirecta, mediante un mecanismo judicial conocido como acción derivada (*derivative litigation*), que permite exigir ante una corte la ejecución de los deberes fiduciarios que tienen los administradores en nombre de la sociedad. Como se mencionó, el proyecto de reforma del régimen societario presentado en el año 2015 en el Congreso de Colombia buscaba introducir esta posibilidad como una alternativa adicional a las otras acciones ya consagradas en la ley.

Algunas razones por las cuales se inician este tipo de acciones indirectas en Estados Unidos son: el mal uso de activos sociales por parte de los administradores, la delegación equivocada de deberes sociales, o cuando el administrador, por ejemplo, se aprovecha de una oportunidad de negocio que era en principio dirigida a la compañía³¹. En estos casos el detrimento lo recibe la compañía, y los accionistas se ven perjudicados en la medida en que el valor patrimonial de su acción puede resultar afectado.

Son los directores o administradores, en principio, quienes suelen ejercer esta acción en nombre de la compañía cuando son simultáneamente sus accionistas (*insiders*). Sin embargo, cuando el director se encuentra conflictuado, los accionistas pueden iniciar tal acción.

Para iniciar esta acción indirecta, el accionista debe tener participación en el capital de la compañía al momento en que se inicie o durante el curso del litigio. Además, el accionista debe representar los intereses de todos los accionistas y no solo el suyo propio. El demandante será la compañía

³¹ En Estados Unidos se ha desarrollado mucho este asunto como usurpación de oportunidades de la sociedad (*usurpation of corporate oppounity*). Ver, por ejemplo, (Reyes, 2013, pág. 235)

aun si quien adelanta la acción es un accionista en nombre de esta. Si la acción es exitosa, la indemnización de perjuicios se convierte en un activo social, y el accionista que inició la acción solo tendrá derecho a los honorarios.

En la práctica se presentan ciertos obstáculos procedimentales para que una corte admita legitimación en la causa de los accionistas para iniciar esta acción en favor de la compañía. Asimismo, una vez admitido el litigio ante una corte, existe una carga de la prueba importante que recae sobre el demandante, dado que en Estados Unidos se aplica de manera frecuente la regla de discrecionalidad descrita en el primer capítulo, que como se advirtió, presume que los administradores actúan de buena fe en sus decisiones y de manera informada.

De esta manera, el accionista que pretenda hacer responsable a un administrador deberá probar, en términos generales, que hubo un fraude por parte del administrador o que mediaba un conflicto de interés en su actuación.

CAPÍTULO 4: ANÁLISIS DEL FENÓMENO DEL ACTIVISMO DE ACCIONISTAS

Se ha sostenido ya en este trabajo que en los países influenciados por el movimiento de las prácticas de buen gobierno corporativo, tales como Estados Unidos y Colombia, se ha otorgado un rol preponderante al accionista cuya principal consecuencia ha sido un mayor involucramiento de este en la gestión social.

En ambos países, han surgido grupos de accionistas que en conjunto optan por influenciar las decisiones de la administración con propósitos diversos, desde buscar un mayor valor para su activo, hasta velar por intereses de todos los accionistas o incluso, de la comunidad.

El fenómeno del activismo no es nuevo. Como se expondrá, este ha sido utilizado y redefinido por décadas y sus efectos han sido calificados como positivos y negativos.

En la actualidad, dependiendo de la forma en que se aproxime el accionista y su estrategia de actuación, el fenómeno podrá calificarse como positivo o, por el contrario, perjudicial para la compañía y los demás accionistas.

4.1. PRINCIPALES ACTORES EN EL ACTIVISMO

Para entender el fenómeno es pertinente describir en brevedad las características de los principales actores en el escenario del activismo, a saber: los invasores sociales o *corporate raiders*, los inversionistas institucionales tales como los fondos de inversión y los fondos de pensiones; y las firmas de asesoría a accionistas.

En la década de los ochenta predominaba un tipo de accionista activista conocido como invasores sociales, quienes fueron criticados porque en general propendían por la toma de decisiones a corto plazo que, aunque estratégicas, podían ser destructivas para las sociedades a largo plazo. Estos, de manera agresiva buscaban entrar a una sociedad que parecía infravalorada y obtener una ganancia, en ocasiones en detrimento de la misma compañía.

Carl Ichan es un ejemplo de este tipo de activismo, quien se caracterizó siempre por detonar batallas por el control de compañías que él consideraba eran operadas de manera pasiva. Consideraba que, en Estados Unidos, las sociedades recompensaban a aquellos accionistas con una mentalidad política de no “mecer el barco” (*do not rock the boat*), esto es, que optaban por una apatía o comportamiento pasivo y nunca cuestionaban el rumbo de la administración (Gramm, 2016).

A partir de los años noventa, el activismo de los accionistas en Estados Unidos empezó a incrementar y a variar en su forma de manifestación con el paso del tiempo. Ello se atribuye primordialmente al surgimiento de nuevos actores en la escena del buen gobierno corporativo, al rol proteccionista de la regulación, en especial de las órdenes emitidas por la Comisión Nacional de Valores en Estados Unidos frente a los accionistas de las compañías abiertas; a las crecientes tensiones entre la regulación federal y estatal, y al fortalecimiento de los inversionistas institucionales.

Hoy, uno de los principales actores del activismo se denomina genéricamente como inversionista institucional tanto en Colombia³² como en Estados Unidos³³, y se trata de aquellos accionistas que invierten de manera profesional y diversificada en los valores de las compañías abiertas.

Los inversionistas institucionales, en general, han sido de gran importancia para la disminución de los costos de transacción que surgen con la actuación individual, pues permiten la acción en conjunto y en provecho de una colectividad. Es decir, los inversionistas institucionales se caracterizan por actuar como mandatarios de los intereses de un grandísimo número de mandantes interesados en obtener provecho económico de sus inversiones.

³² El concepto de inversionista *institucional* en Colombia no se encuentra definido en la ley y corresponde a un término de uso financiero. Los inversionistas institucionales suelen coincidir con la definición legal de inversionista *profesional* consagrada en el artículo 7.2.1.1.2 del Decreto 2555 del 2010, e incluye a todas aquellas instituciones que actúen como intermediarios en el mercado de valores o que inviertan de forma profesional y generalmente diversificada en el mismo, contribuyendo a la democratización de la propiedad accionaria. Se entiende como inversionista *profesional* todo cliente con experiencia y conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar de manera adecuada los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión, que cumpla con alguna de las condiciones que lista el artículo citado.

³³ En Estados Unidos, el Código de Regulación Federal define el término inversionista institucional e incluye un listado de entidades tales como: bancos del estado, otros establecimientos de crédito, compañías fiduciarias, compañías de seguros, entre otros, con un valor neto de por lo menos un millón de dólares; así como sociedades (*corporations*) o asociaciones (*partnerships*) con un patrimonio neto de más de diez millones de dólares.

Con todo, la desventaja del actuar colectivo es el desafío que esto implica a nivel de liquidez y de negociabilidad inmediata de la acción en la que invierten estos profesionales. Mediante participaciones cada vez mayores se hace más difícil para estas instituciones vender sus posiciones en una compañía sin que ello tenga como consecuencia alguna variación en el precio de esos valores. Es por esto que la alternativa de tomar parte en la gestión de las compañías en las que invierten a largo plazo es más atractiva que vender sus acciones en el momento en que no se encuentran satisfechos con la forma en que es gestionada la compañía de la cual son dueños.

Este tipo de accionistas cuentan con los recursos y la experticia para emprender acciones que influyeran en el actuar de la administración en favor de los accionistas.

Para el año 1970, el 80% del capital suscrito de todas las compañías abiertas en Estados Unidos se encontraba en manos de inversionistas individuales, mientras que, para finales del 2017, el 73% del capital suscrito de las mil compañías más grandes de este país era controlado por inversionistas institucionales (Jahnke, 2017). Existen distintos tipos de inversionistas institucionales tanto en Estados Unidos como en Colombia, y su forma de involucrarse y de participar en el mercado es diversa.

Entre los inversionistas institucionales, se mencionarán los fondos de pensiones y los fondos de cobertura (*hedge funds*) en Estados Unidos³⁴, pues han sido quienes han predominado en el escenario del activismo.

³⁴ Se describirán estos actores únicamente en Estados Unidos pues los casos a estudiar de activismo por parte de estos fondos se refieren a dicho país. En Colombia existen los fondos de cobertura, que encajan dentro de la regulación de los fondos de inversión colectiva del artículo 3.1.1.1.1. del Decreto 2555 del 2010, con particularidades y diferencias que no son objeto de este trabajo.

Los fondos de cobertura³⁵ son administrados por firmas de administración de activos (*asset managers*), que han sido protagonistas de muchos casos de activismo, particularmente en Estados Unidos. Por ejemplo, las tres compañías de administración de activos más grandes de Estados Unidos son Black Rock, Vanguard y State Street, son dueñas de 438 de las 500 compañías más importantes del mercado de Estados Unidos (Jahnke, 2017).

Los fondos de cobertura son fondos de gestión activa, poco regulados, y en los cuales no puede invertir cualquier persona. Estos tienen mayores costos de gestión, en la medida en que no buscan replicar un índice sino superar su desempeño, pese a que no es fácil ni común que estos logren maximizar dicho punto de referencia.

La estrategia de los fondos de cobertura combina tácticas tales como la investigación, la predicción de mercados y la experticia de equipos de profesionales.

La definición legal de los fondos de cobertura no es clara en Estados Unidos, pero han logrado, por sus características particulares, abstraerse de la aplicación de muchas de las normas del mercado de valores y la Ley de Inversiones (*Investment Company Act*), además de aquellas reglas relacionadas con la divulgación de información al mercado.

³⁵ Otros fondos, conocidos como fondos de gestión *pasiva* no suelen ser protagonistas de casos de activismo, dado que los mismos simplemente buscan replicar índices tales como el S&P500 y no superar su desempeño. Su estrategia busca comprar todas o una muestra representativa de los valores en su índice de referencia. Es por esto que los inversionistas en este tipo de fondos no encuentran mayor incentivo en involucrarse con la gestión corporativa de cada compañía en particular. Por su naturaleza, estos fondos no venden sus acciones de manera recurrente y permanente por lo cual sus administradores, cuando eventualmente optan por el activismo, suelen tener un enfoque positivo y de involucramiento a largo plazo. Es decir, teniendo en cuenta que los fondos gestionados de manera pasiva buscan replicar índices, en el evento en que se hallen insatisfechos con la gestión de una compañía que se encuentra dentro de su índice de referencia o *benchmark*, no podrán vender sus acciones y por lo tanto su alternativa será el activismo positivo.

Por ejemplo, los fondos de cobertura pueden invertir grandes concentraciones de capital en una misma compañía, lo cual no es viable para otro tipo de fondos sujetos a la Ley de Inversiones según la cual deben mantener un portafolio diversificado.

Por regla general, estos fondos se vinculan a una compañía mediante la adquisición de grandes paquetes accionarios y luego inician un proceso de pugna de apoderados conocido como *proxy fight* con el fin de ubicar un personaje de su preferencia en la junta directiva de la compañía respectiva.

Además, los fondos de cobertura son temidos por actuar en “manada” (*wolf packs*) pues un inversionista líder anima a otros inversionistas a comprar acciones de determinada compañía y actuando de manera coordinada pero informal, a través de coaliciones, se coordinan para tomar decisiones dentro de la sociedad o tomar el control.

Es importante aclarar que, bajo la regulación de valores de Estados Unidos, un grupo de accionistas que sea beneficiario directa o indirectamente de más del 5% del capital de una compañía debe divulgar dicha situación al mercado dentro de los diez días siguientes al momento en que se supere dicho límite, de acuerdo con la sección 13d-3 de la Ley de Valores³⁶.

Los fondos de cobertura se coordinan de manera empírica pero no siempre formal y logran evadir la regla de divulgación, en ocasiones alcanzando una línea delgada entre lo legal y lo ilegal. Como consecuencia de lo anterior, la administración puede llegar a subestimar el poder de los accionistas, si, por ejemplo, solo el accionista líder cumple con el deber formal de divulgación al ser quien formalmente supera el porcentaje mencionado.

³⁶ Citación legal: 17 CFR 240.13d-3

Por otro lado, los fondos de cobertura pueden invertir en bonos u otras formas de apalancamiento, así como en instrumentos derivados que le otorgan derechos económicos, pero no políticos sobre la compañía.

En definitiva, existen múltiples razones por las cuales los fondos de cobertura han cobrado protagonismo. En primer lugar, la remuneración de los gestores de los fondos es alta y se constituye en un incentivo importante para el manejo eficiente de los activos a su cargo; en segundo lugar, la falta de regulación les permite poseer altas concentraciones de capital e involucrarse así en la administración societaria; por último, pueden participar en el mercado a través de la compra de acciones, y al mismo tiempo a través de otros instrumentos que no les otorgan derecho de voto pero que le conceden intereses económicos en la compañía, tales como el apalancamiento o deuda, o la inversión en instrumentos derivados.

Por su parte, los fondos de pensiones son otro tipo de inversionistas institucionales importantes en el contexto del activismo. El fondo de pensiones más grande de Estados Unidos es el Sistema de Pensiones de Empleados Públicos de California conocido como CalPers.

De acuerdo con Lisa Fairfax, las formas de activismo de los fondos de pensiones son diversas aunque no tan comunes, y acostumbran a emprender campañas tales como: identificación de compañías con bajo desempeño, publicación de listados de compañías con débiles prácticas de buen gobierno corporativo, ejercicio de presión sobre compañías con el objetivo de generar un cambio en dichas prácticas, involucramiento en campañas de abstención de voto (*withhold the vote*) entre otras formas de activismo (Fairfax, 2011).

Estos inversionistas normalmente responden a una agenda alienada con intereses políticos, por lo cual su involucramiento como activistas ha sido criticado debido a que pueden presionar por la

toma de decisiones que no siempre serán beneficiosas para la compañía. Por otro lado, los fondos de pensiones cuentan con poco presupuesto, y como se ha expuesto, el activismo resulta costoso.

Conviene estudiar el caso de las Administradoras de Fondos de Pensiones en Colombia. Estas son en la actualidad uno de los inversionistas institucionales más grandes y con mayores niveles de concentración de propiedad en el mercado colombiano. Sin embargo, no existen antecedentes de activismo similares a los casos de Estados Unidos, toda vez que la regulación colombiana es bastante estricta acerca del tipo de emisores y valores en los que pueden invertir, y exigen *per se*, que dichas compañías cuenten con unas prácticas de buen gobierno corporativo estrictas y bien incorporadas.

Otro tipo de actores importantes en el contexto del activismo son las firmas de asesoría a accionistas (*proxy advisory firms*). Esta figura propia de Estados Unidos ha tomado relevancia significativa en los últimos años pues con mayor frecuencia los accionistas atienden las recomendaciones de estas firmas de asesoría en relación con el ejercicio de su derecho al voto en determinada compañía.

Estas firmas existen desde décadas atrás, pero cada vez son más protagónicas debido al incremento de la regulación bursátil y corporativa en Estados Unidos tanto a nivel estadual como federal.

En términos generales, las firmas de asesoría a accionistas se enfocan en la evaluación del buen gobierno corporativo de las compañías en las cuales sus clientes invierten para recomendar sobre el sentido del voto frente a determinadas decisiones. Asimismo, analizan las transacciones relevantes de la compañía para descubrir si la administración logró o no la mejor alternativa posible.

En relación con las pugnas por la representación en las cuales un accionista busca nominar a un candidato de su preferencia a la junta directiva (*proxy fights*), estas firmas examinan la respuesta de la compañía frente al activismo, hacen una evaluación de riesgos, proporcionan un análisis de las tácticas y estrategias empleadas para responder a la pugna, así como los objetivos de esta y cómo alcanzarlos.

Su perspectiva constituye una opinión profesional desde un punto de vista del derecho político de voto, en particular frente a asuntos tales como fusiones, adquisiciones, remuneración de directivos, políticas de gobierno corporativo y elección de directivos. Asisten también a los accionistas con las formalidades requeridas según la legislación para ejercer el derecho de voto en las reuniones de la asamblea.

Las recomendaciones de la firma, claramente, no son vinculantes para el cliente; este optará por adoptarlas o no, y en muchas ocasiones el mismo accionista ya ha llegado por sus propios medios a las mismas conclusiones.

En ocasiones la firma de asesoría se reúne por iniciativa propia con la administración de las compañías que examina. En algunos casos, las compañías también son clientes de las firmas y contratan con estas para recibir asesoría en la elaboración de sus prácticas de buen gobierno corporativo.

El poder de influencia de las firmas de asesoría a accionistas es debatido hoy dado que la información empírica no permite deducir necesariamente si las decisiones tomadas por los accionistas se deben o no a la recomendación que les proporcionó su asesor.

Además, no son pocas las críticas al trabajo que estas realizan, teniendo en cuenta que se trata de terceros ajenos a las compañías que al parecer influncian, y no poseen capital directamente sobre

estas, recomendando resultados sin que por ello, en principio, pueda atribuírseles responsabilidad alguna.

No obstante, aunque existen dudas sobre el porcentaje de influencia o sobre sus efectos, estas firmas son hoy un actor importante en el escenario del activismo. Algunos estudios sugieren que la influencia de la firma más grande de asesoría accionistas denominada Institutional Shareholder Services – ISS es significativa puesto que asesoran a más de mil seiscientos inversionistas institucionales y asisten a casi cuarenta mil reuniones de asamblea al año en ciento quince países (Malenko & Shen, 2016)³⁷.

Para otros autores, la correlación entre el sentido de las recomendaciones de las firmas y el sentido del voto de los accionistas puede explicarse en que tanto la firma como los accionistas se basan en la misma información y por ende llegan a la misma conclusión de manera independiente.

4.2. INVOLUCRAMIENTO – *CORPORATE ENGAGEMENT*

Una vez descritos los diferentes actores en el escenario del activismo, conviene definir el concepto de activismo. El activismo de los accionistas se refiere a todos aquellos actos emprendidos por un accionista o un grupo de accionistas que tienen como propósito generar un cambio dentro de la compañía e influenciar la manera en que la misma es gestionada.

³⁷ Otras firmas de asesoría a accionistas son RiskMetrics y Proxy Governance.

Los accionistas pueden involucrarse de diversas maneras y con aproximaciones distintas. De acuerdo con Abe Friedman de BlackRock y Mason Morfit de ValueAct Capital³⁸ (Friedman & Morfit, 2015), las formas de manifestación de los accionistas son diversas y varían históricamente. Dichas formas van desde la simple venta de las acciones por inconformismo, hasta el contacto privado con los directivos de la compañía, así: (i) venta de las acciones y salida de la compañía, (ii) participación en la reunión anual de la asamblea de accionistas, (iii) presentación de una propuesta ante la administración, (iv) contacto o presión pública y (v) contacto privado.

La primera posibilidad indicada es conocida también como la regla de Wall Street (*Wall Street walk* o *Wall Street rule*), y ha sido la regla general para aquellos casos en que el accionista se encuentra descontento con el desempeño de su activo. Debido a la alta liquidez de este mercado, es una opción fácil y satisfactoria en gran medida.

Sin embargo, para los inversionistas institucionales esta alternativa es más compleja dado que se trata de una venta en bloque de grandes porcentajes de acciones. Para ello, el inversionista interesado en disponer de sus acciones deberá encontrar otro gran inversionista que acceda a comprar íntegramente su paquete accionario y es probable que dicha venta se liquide a un precio menor al del mercado.

Otra forma común de activismo, o muchas veces su primera etapa, es el encuentro privado. En ocasiones, una aproximación personal y discreta puede ser más efectiva que una campaña pública agresiva.

³⁸ Black Rock es la compañía líder mundial de gestión de activos, inversiones y riesgo. ValueAct Capital también es de las firmas de gestión de activos más grande del mundo.

El contacto directo con la dirección puede tener múltiples motivaciones, relacionados con la forma de administración o con los derechos de los accionistas. Puede tratarse de asuntos no motivados por un interés económico tales como aspectos sociales y de medio ambiente, hasta asuntos de estrategia y manejo de la compañía. Asimismo, puede tratarse de derechos de los accionistas relacionados con la forma de elegir a los directores, el voto vinculante sobre la remuneración de los accionistas.

De acuerdo con un estudio reciente, el 63% de los inversionistas más grandes se han involucrado en discusiones directas con la administración en los últimos cinco años y el 45% ha sostenido discusiones privadas con la junta directiva, sin la participación de la administración (McCahery, Sautner, & Starks, 2016).

En el evento en que los resultados esperados del contacto directo sean ineficaces, los inversionistas pueden optar por enviar cartas abiertas y públicas a las compañías para dar a conocer cuáles son sus preocupaciones.

En una instancia posterior, los accionistas pueden radicar una propuesta de accionistas para que sea discutida en la asamblea o en últimas, presentar sus preocupaciones al juez si consideran que se ha ocasionado algún perjuicio a éstos o a la compañía.

A través del voto individual en la reunión de la asamblea de accionistas estos pueden hacer sugerencias a la administración sobre la forma en que la compañía es operada, con los límites descritos en el capítulo tercero de este escrito. Con todo, este mecanismo no es el más atractivo cuando la participación de un accionista no tiene la virtualidad de influir en la toma de decisiones. Es decir, en estos contextos el poder decisorio de cada accionista individualmente considerado es limitado.

Es usual que en cada una de las etapas de involucramiento las compañías decidan gestionar lo necesario para evitar que el inversionista escale dentro de las formas de activismo y que los esfuerzos del accionista desemboquen en una pugna por la representación o en una campaña mediática.

Así, los accionistas tienen a su disposición varios mecanismos, unos más efectivos que otros, y unos más costosos que otros, para hacer valer sus intereses dentro de las compañías de las cuales son dueños.

En Estados Unidos son muchísimos los casos que se han presentado de activismo, protagonizados por distintos actores de los descritos y con intereses y desenlaces diversos. En Colombia, aunque apenas se empieza a hablar del tema, se identifica una fuerte tendencia hacia un mercado regulatorio en lo corporativo semejante al de Estados Unidos. Hoy es posible encontrar en nuestro país numerosos esfuerzos por modificar y modernizar la regulación aplicable a las formas de invertir en el mercado, por ejemplo, a través de fondos de inversión colectiva.

El propósito del capítulo siguiente es exponer algunos de los casos que han llamado la atención, cada uno con características muy diferentes, con el fin de que el lector tenga un panorama de las distintas manifestaciones de este fenómeno de tanto auge hoy en la realidad de Estados Unidos. Estos son un ejemplo de lo que está por llegar a nuestra jurisdicción y de los fenómenos a los cuales nos estaremos enfrentando próximamente.

4.3. ESTUDIO DE CASO

A continuación, se presentan cuatro ejemplos diversos que pretenden ilustrar distintas formas de involucramiento de los accionistas en la gestión de las compañías abiertas según se estudió en capítulos anteriores, tales como: (i) la utilización de mecanismos judiciales como remedio para la reparación de perjuicios o como medio para ejercer presión, (ii) el ejercicio de presión mediática, (iii) la presentación de propuestas de accionistas; (iv) la formulación de pugnas por la representación.

El primer caso a estudiar revela el tipo de activismo más agresivo, que busca ejercer todo tipo de presión a la administración y la dirección de las compañías con el fin de lograr determinados objetivos. Se trata de dos fondos de cobertura que adquirieron porcentajes importantes de participación directa e indirecta en el capital de una compañía de ferrocarriles en Estados Unidos, con el fin de nombrar directivos de su preferencia y promover grandes cambios corporativos.

A continuación, se describirá el conocido caso de Avianca, que además de ser útil para comprender la estructura de capital en Colombia y evidenciar un conflicto entre accionistas, demuestra cómo la presión mediática y la amenaza de acudir a mecanismos judiciales sirve como una forma de activismo para la toma de decisiones a favor de un accionista con poder.

Posteriormente, se expondrá el caso más reciente de una pugna por la representación, y se trata de la lucha del renombrado inversionista Nelson Peltz en Procter & Gamble, quien luchaba por obtener un puesto en la junta directiva de la compañía y darle un nuevo rumbo a las operaciones. Por los altos costos que generó y las propuestas innovadoras y críticas que proponía el accionista, recibió toda la atención mediática en Estados Unidos. Es un ejemplo clave del empleo de mecanismos legales, no solo para ejercer presión, sino para lograr cambios efectivos en una compañía.

Finalmente se analizará un caso de acción derivada que tuvo lugar en el año 2005, en el cual los accionistas de The Walt Disney Company demandaron a los directivos de esta compañía por los perjuicios causados en la contratación de un directivo a quien se le indemnizó con una suma de dinero extravagante tras su retiro del cargo. Este caso además pretende ilustrar la forma de elección de directivos en Estados Unidos, y los defectos que tiene el mecanismo del voto plural (*plurality voting*) en este país.

4.3.1. Caso CSX Corp v. The Children's Investment Fund – TCI

Se anticipó en este trabajo que los fondos de cobertura son conocidos en Estados Unidos porque actúan en conjunto o en ocasiones por escapar la regulación estatal y federal debido a deficiencias o carencias regulatorias. Han sido los activistas más temidos por las compañías toda vez que se considera que su estrategia llega a ser miope en la medida en que buscan generar cambios a corto plazo únicamente para proporcionarle valor a su inversión.

La explicación a continuación se basa en los fundamentos de hecho y de derecho de la sentencia dictada por el juez del asunto, dado que la cuestión ascendió hasta instancias judiciales. Como se ha mencionado, no todos los casos de activismo desembocan en un litigio, ni todo litigio es necesariamente una muestra de activismo.

En primer lugar, antes de describir los hechos, conviene especificar que los actores del activismo eran dos fondos de cobertura, denominados The Children's Investment Fund (en adelante se referirá al mismo como "TCI") y el fondo 3G, los cuales pretendían obtener ganancias extraordinarias mediante la práctica del activismo. Para ello, los dos fondos adquirieron una gran participación económica en uno de los ferrocarriles más grandes de Estados Unidos, CSX

Corporation (en adelante se referirá a la misma como CSX). Esta compañía los demandó por los hechos que se describirán más adelante.

Los principales cambios que buscaban los dos fondos dentro de CSX eran (i) separar el cargo de presidente de la junta directiva del cargo de gerente ejecutivo, (ii) renovar la junta directiva con presencia de nuevos miembros independientes (iii) promover una reforma estatutaria que permitiese que los titulares del 15% del capital de la compañía pudiesen convocar a una reunión extraordinaria de asamblea en cualquier tiempo, (iv) alinear el plan de remuneración de la administración con los intereses de los accionistas y (v) proporcionar un plan o estrategia para mejorar las operaciones de la compañía.

Para ello, era necesario que los fondos accionistas ostentaran una participación en el capital considerable, con el fin de tener la capacidad de voto o influencia suficiente para promover una pugna por la representación para designar a sus directores de preferencia, y asimismo promover la reforma estatutaria para la modificación de la forma de convocar a las reuniones de la asamblea.

En consecuencia, para satisfacer sus intereses, los dos fondos buscaron adquirir una participación indirecta en el capital de la compañía través de operaciones de SWAP denominadas *Total Return Swap* (en adelante se referirá a estas como “TRS”) cuyo activo de referencia eran acciones de CSX, que les permitiría poseer una propiedad sobre el capital para hacer efectiva las propuestas que tenían los dos fondos.

La demanda se dirigía a estos dos accionistas, que adquirieron un porcentaje que daba lugar al cumplimiento de una obligación consagrada en la Ley Williams (*Williams Act*) que exige que cualquier persona que se convierta en el beneficiario de más del 5% de las acciones de una

compañía, deberá revelar dicho hecho al mercado. El demandante argumentaba que los fondos sobrepasaron dicho porcentaje y no revelaron este hecho al mercado.

Para entender entonces el fondo de la discusión y la razón por la cual el demandante considera que los dos fondos, a través de operaciones de TRS, adquirieron un porcentaje de participación mayor al 5%, es necesario (i) entender el fundamento normativo de la demanda y (ii) describir cómo funcionan este tipo de operaciones en la práctica para luego plantear los hechos del caso.

La Ley Williams (*Williams Act*) que modificó la Sección 13d de la Ley de Valores de Estados Unidos (*Exchange Act*)³⁹ establece que quien se convierta en el beneficiario de más del 5% de las acciones en una compañía deberá revelar dicho hecho al mercado de acuerdo con las normas establecidas para ello. La sección 13d-3 señala que se entiende como beneficiario:

- (a) cualquier persona que directa o indirectamente a través de contrato, acuerdo, entendimiento, relación o por cualquier otro medio, tenga o comparta (i) **poder de votación**, el cual incluye el poder para **votar** o para **dirigir** el voto correspondiente al valor, y/o (ii) **poder de inversión** que incluye el **poder de disposición** o **enajenación**, o **dirigir** la disposición o enajenación del respectivo valor⁴⁰ (regla 13d-3(a)); o
- (b) cualquier persona que directa o indirectamente utilice un fideicomiso, poder, acuerdo de colaboración o cualquier otro dispositivo con el propósito de **despojarse de la**

³⁹ Citación legal: 17 CFR 240.13d-3

⁴⁰ Nota: En Colombia, por ejemplo, existe una disposición bastante similar en la legislación bursátil, a saber, el Artículo 6.1.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010, según el cual se entiende por beneficiario real “*cualquier persona o grupo de personas que, directa o indirectamente, por sí misma o a través de interpuesta persona, por virtud de contrato, convenio o de cualquier otra manera, tenga respecto de una acción de una sociedad, o pueda llegar a tener, por ser propietario de bonos obligatoriamente convertibles en acciones, capacidad decisoria; esto es, la facultad o el poder de votar en la elección de directivas o representantes o de dirigir, orientar y controlar dicho voto, así como la facultad o el poder de enajenar y ordenar la enajenación o gravamen de la acción*”.

titularidad real de un valor o evitar la consecución de dicha titularidad directa, como parte de un plan para eludir la obligación de información exigida en el artículo 13d de la Ley de Valores (regla 13d-3(b)).

Además, con el fin de prevenir la elusión de la aplicación de esta norma, la sección 78m del Título 15 del Código de Estados Unidos (*U.S Code*)⁴¹ estableció que cuando dos o más personas actúen como sociedad, sindicato o cualquier otro grupo o forma de asociación, con el propósito de adquirir, poseer o disponer de los valores de cierto emisor, dicha sindicación o grupo se reputará como “persona” para efectos de la anterior definición de beneficiario de la sección 13d.

Como se expuso, el demandante consideraba que los fondos eran beneficiarios de más del 5% de las acciones de CSX, directa e indirecta a través de TRS, en los términos de la ley y que no divulgaron oportunamente este hecho ni la forma en que actuaban en conjunto.

Así, para determinar si se incumplió o no con dicho deber, es importante entender cómo funcionan este tipo de operaciones de las cuales se valieron los demandados para adquirir la participación en CSX.

En las operaciones de SWAP, específicamente los TRS (por su sigla en inglés *Total Return Swap*) una de las partes, la parte con la “posición corta” acuerda pagar a su contraparte con “posición larga” ciertos flujos de caja de acuerdo con el desempeño que demuestre el activo subyacente al instrumento derivado.

⁴¹ Citación legal: 15 U.S. Code § 78m

Para esto, la parte con posición larga paga a la otra como contraprestación una tasa de interés que puede ser fija o variable, mientras que el pago que realiza la parte con posición corta dependerá, como se expuso, del activo subyacente. El desempeño del activo subyacente podrá tratarse, por ejemplo, del pago de dividendos cuando el activo es una acción; el pago del monto de la valorización que obtenga el activo durante el período del acuerdo y hasta la fecha de liquidación de este; o la entrega del activo subyacente mismo cuando la operación se liquide en especie. Esta última opción es común e implica que el contrato de SWAP en la modalidad TRS tiene la potencialidad de que la parte con posición larga se convierta en el dueño efectivo del activo subyacente o de referencia⁴².

En el caso particular, TCI ostentaba la posición larga, y sus contrapartes con posición corta eran las diversas entidades bancarias, las cuales eran propietarias efectivas del activo subyacente, esto es, de las acciones en CSX. De esta manera, TCI podía potencialmente adquirir mayor participación directa en CSX si al liquidar los contratos de SWAP se convertía en propietario del activo subyacente.

⁴² Esta operación permite que la parte contractual con la posición larga, también llamada *total return party*, reciba los beneficios del activo subyacente al tiempo que posee una exposición amplia sin poseer el activo. Es decir, permite a esta parte percibir los beneficios de poseer un activo sin que este aparezca en su balance general mientras que la contraparte los conserva en el suyo, protegiéndose así del riesgo de su devaluación. Asimismo, esta parte contractual no se remitirá a la compañía emisora del activo subyacente para obtener sus beneficios sino directamente a su contraparte en el contrato de SWAP. Finalmente, permite un mayor apalancamiento a un menor costo del que hubiese incurrido de haber comprado el activo directamente y no como activo de referencia de un instrumento derivado.

El interés de la parte con la posición corta puede ser, entre otros, obtener un flujo de caja constante durante el término del acuerdo en virtud del pago de la tasa de interés que se pacte. El *quid pro quo* de dicha posición es que es esta contraparte quien se expone al riesgo de apreciación o depreciación del activo subyacente en el mercado.

Para octubre del 2006, TCI había adquirido el 1.7% de las acciones de CSX a través de operaciones de TRS cuyo activo de referencia eran estas acciones.

Cuando obtuvo dicha participación, intentó promover una compra apalancada de la compañía. Para ello contactó con varios bancos tales como Goldman Sachs y Morgan Stanley mediante comunicaciones confidenciales, proponiéndoles el otorgamiento de un crédito a su favor para financiar la compra de la compañía de forma apalancada. Los bancos parecían dispuestos, pero CSX no se mostró interesado en vender.

Con posterioridad, el fondo fue incrementando su participación a través de TRS con distintas instituciones financieras como contraparte, hasta que para finales del año 2006 ya contaba con una exposición indirecta del 8.8% en el capital de CSX y para febrero del 2007 del 13.6%, únicamente vía TRS.

Asimismo, para febrero del 2007, se comprobó que TCI había promovido acercamientos con otros fondos de cobertura para presentarles la idea de comprar participación de capital en CSX. Estos contactos con otros fondos, según encontró el Tribunal, tenían la intención de promover la adquisición de acciones de CSX por parte de los otros fondos de cobertura los cuáles TCI consideraba favorablemente dispuestos a su favor, con el propósito de buscar apoyo frente a cualquier curso de acción que finalmente decidiera tomar en relación con la compañía.

Para este punto, el fondo TCI no había adquirido ni siquiera una acción de CSX directamente. Sin embargo, para ejercer mayor presión en la posibilidad de iniciar una pugna por la representación, anunció en marzo del 2007 que adquiriría acciones ordinarias por un monto superior a 500 millones de dólares. Para ese momento, la idea de la compra apalancada de la compañía seguía en pie.

TCI siguió ejerciendo presión sobre la gestión de CSX hasta finales de marzo cuando decidió reunirse con la gerencia de CSX en Nueva York. Allí criticó a la administración por no tomar ciertas medidas ni implementar sus propuestas. Indicó que TCI tenía hasta el 14% por ciento de las acciones de CSX, la mayor parte en SWAPS que se podían convertir en acciones ordinarias en cualquier momento, y amenazó con que "no habría límites" frente a lo que haría el fondo en el evento en que no consiguiera la aquiescencia de CSX frente sus solicitudes. El día siguiente a esta reunión, TCI adquirió nuevos TRS aumentando su participación directa e indirecta hasta el 14.1% del capital.

Toda vez que encontró poco interés de CSX frente a la propuesta de la compra apalancada con los bancos, TCI decidió que la opción era iniciar una pugna por la representación para adquirir control o al menos una influencia sustancial sobre CSX. Para ello, TCI contactó con su firma de asesoría denominada D.F King quien le recomendó que, de iniciar una pugna por la representación, debería hacerlo para nombrar únicamente dos candidatos y no cinco como TCI buscaba, pues sería más fácil que las firmas de asesoría a accionistas recomendaran el voto a favor de dos candidatos, es decir, un número que no le otorgaba control en la junta directiva⁴³.

Por su parte, el fondo 3G, también demandado en el caso, hizo su primera inversión en CSX en febrero del 2007 y llegó a alcanzar para dicho mes el 1.9% del capital suscrito de la compañía. A partir de este mes empezó a ejercer presión para que se llevara a cabo una reunión de la asamblea con los mismos propósitos de TCI de nominar candidatos y promover una reforma estatutaria.

⁴³ La compañía históricamente había otorgado buen rendimiento a sus accionistas por lo cual, un cambio de control dentro de la junta directiva podía resultar poco atractivo para los accionistas.

Invirtió en TRS con establecimientos bancarios para alcanzar una exposición total, entre acciones y SWAPS, del 4.2% del capital suscrito de CSX. De manera simultánea, el fondo sostenía conversaciones con candidatos externos a la compañía para nominar un candidato para la junta directiva.

Cuando la probabilidad de iniciar esta pugna era evidente, el fondo TCI tuvo que replantear su forma de participación en la compañía, pues era necesario obtener más participación directa que le diera capacidad de voto u obtener el apoyo de otros accionistas de la compañía.

Así, para diciembre de 2007, los dos fondos, en conjunto con otros accionistas, revelaron al mercado que se encontraban actuando en conjunto únicamente para iniciar una pugna por la representación.

En consecuencia, el presidente de la junta directiva de la compañía se reunió con TCI con el fin de evitar esta pugna. Para ello le expresó su intención de nominar tres de los candidatos nominados por los fondos, y un cuarto candidato sería elegido de común acuerdo entre los fondos y la compañía.

Sin embargo, TCI no se mostraba satisfecho y presentaba aún mayores exigencias tales como (i) la posibilidad de entrevistarse con los demás directivos y decidir a qué comité pertenecería cada uno (ii) que el tamaño de la junta directiva no podría aumentarse sin el voto favorable del 80% de la junta directiva. Asimismo, reiteraba la necesidad de reformar los estatutos para que los accionistas titulares del 10% o 15% de participación pudieran convocar a una reunión extraordinaria de la asamblea, y la necesidad de separar el rol de presidente de la junta directiva del cargo de director ejecutivo.

Los fondos finalmente presentaron su declaración (*proxy statement*) nominando a cinco candidatos para la junta directiva, y describiendo su propuesta de reforma estatutaria. Así, la compañía decidió demandar a los dos fondos por haber revelado inoportunamente su actuación conjunta, y por revelar información incorrecta al mercado.

Con base en todos los anteriores hechos, correspondía al Tribunal analizar los siguientes problemas jurídicos y partir de allí concluir si los fondos demandados habían incumplido con el deber de divulgar su actuación conjunta al mercado: (i) si se podía entender que los fondos habían actuado como “grupo” en los términos de la sección 78m, a efectos de establecer si se entendían como beneficiarios de las acciones de CSX; y (ii) si las inversiones en TRS cuyo activo de referencia eran las acciones de CSX le otorgaban propiedad beneficiaria sobre dichas acciones a TCI por haber actuado a través de derivados con el propósito de evadir el deber de divulgación al que estaría sujeto si su participación hubiese sido directa.

En relación con el poder de inversión descrito en la definición de beneficiario, el Tribunal encontró que bajo el contrato de SWAP suscrito entre TCI y los distintos bancos se contemplaba la posibilidad que el fondo adquiriera directamente el activo subyacente, aunque no era una obligación contractual. Claro está, el activo de referencia de los contratos de SWAP con TCI siempre eran acciones de CSX.

El Tribunal dedujo que, con el propósito que ninguno de los bancos como contraparte en los contratos de SWAP llegase a adquirir más del 5% de las acciones en CSX como el activo de referencia, y por ende se convirtiera en beneficiario, TCI optó por suscribir contratos de SWAP en condiciones similares con múltiples bancos tales como Citigroup, Morgan Stanley y Deutsche Bank.

Por el contrario, el Tribunal no encontró que TCI tuviera acuerdos explícitos con alguna de sus contrapartes bancarias sobre la forma en que éstos últimos votarían en virtud de los derechos conferidos por la titularidad sobre las acciones con cobertura, de manera que pusiera influenciar el sentido del voto en CSX. Con todo, la definición de poder decisorio que consagra la norma no requiere que el beneficiario controle de manera efectiva el voto, sino que exige la *potencialidad* de influenciarlo.

En el anterior sentido, señaló el Tribunal que en muchas ocasiones es posible predecir en qué sentido usualmente votan los bancos que son propietarios de acciones que fungen como activos de referencia en contratos de SWAP. Por ejemplo, algunas entidades se adhieren a patrones de voto según las recomendaciones de las firmas de asesoría (*proxy advisory firms*) por lo cual puede ser predecible el sentido de su voto. Incluso, algunos establecimientos bancarios señalan en sus políticas la posibilidad que, por decisión de su contraparte en el contrato de SWAP, el banco se abstenga de votar ciertas decisiones.

Aunque el Tribunal considera que la influencia que ejercía TCI sobre el voto relativo a las acciones de CSX era un asunto gris, sugiere que la evidencia confirma que el fondo tenía una posición económica suficiente para influenciar a sus bancos contraparte.

Por último, el Tribunal analiza el segundo concepto de beneficiario establecido en la regla 13d-3b descrita, y explica que cuando una persona entra en una transacción *con la intención de crear una falsa apariencia* de que no se encuentra acumulando valores con el potencial de cambiar el control de una compañía, y de esta forma evita la revelación exigida en la sección 13d, se entenderá como beneficiario en los términos de la regla citada. Encuentra el Tribunal plenamente probado que este fue el caso de TCI toda vez que dicho fondo suscribió los TRS *con el propósito* de evitar ostentar

propiedad directa y beneficiaria en CSX, como parte de un plan para evitar reportar la información requerida por la sección 13d-1.

El Tribunal, al encontrar un incumplimiento en el deber de revelar la información sobre la adquisición de un porcentaje de participación de más del 5% en CSX y la omisión de revelar una actuación mancomunada condena a los demandados a la indemnización de perjuicios e impone una medida cautelar para que no se cometan este tipo de infracciones nuevamente.

Cabe aclarar que, para algunos autores, el razonamiento del Tribunal no es explícito en desarrollar los elementos del poder de decisión y de inversión existente en los en contratos de SWAP.

En una opinión concurrente a este fallo, otro magistrado del Tribunal examinó cada una de las partes relevantes de la Regla 13d y refutó los argumentos presentados por el magistrado ponente sobre el asunto del beneficiario final.

Dicha opinión, aunque no es vinculante, es compartida por un sector de la doctrina. Por ejemplo, este magistrado sugiere que por el hecho de esperar o saber con certeza que una persona puede llegar a adquirir o vender acciones eventualmente no es suficiente para atribuir el poder de inversión a otro; por lo cual, en ausencia de algún otro acuerdo que rija la forma de disposición de las acciones, el simple hecho de tener una posición larga frente a un instrumento derivado no constituye el poder de inversión directo o indirecto requerido por la norma sobre beneficiario final (Cuillerier & Hall, 2011).

El caso expuesto es particularmente ilustrativo pues demuestra cómo pese a la carencia de regulación de los fondos de cobertura y su flexibilidad de inversión, los mismos no son ajenos a los deberes establecidos en las normas de revelación de información, que cada vez más se enfocan

en proteger a los inversionistas y garantizar la transparencia de la información en el mercado de valores⁴⁴.

Además, evidencia cómo el activismo se puede tornar excesivo, incluso haciendo uso de mecanismos legales tales como las propuestas de accionistas y las pugnas por la representación. Demuestra que la presión que puede llegar a ejercer un accionista poseedor de porcentajes importantes en una compañía y con deseos de tomar el control corporativo puede alcanzar límites irracionales.

El caso es a su vez una muestra del tipo de activismo que ha sido criticado por tener un enfoque miope y cortoplacista, que puede llegar a tener efectos negativos en la compañía, en el valor de la acción en el mercado, o en la imagen corporativa que presenta la misma ante todos los interesados.

4.3.2. Kingsland Holdings Ltd. v. Avianca Holdings S.A y otros

Ahora, es importante analizar el único caso público y de gran alcance que por ahora se conoce en Colombia, que pese a haber conducido a un litigio en la Corte Suprema de Estados Unidos y a tratarse de una compañía con domicilio fuera de Colombia, se trataba de un emisor de valores de nuestro país con una capitalización bursátil muy grande para nuestro mercado.

⁴⁴ Como lo afirma Fairfax, la frase de apertura de este pronunciamiento judicial resume la mentalidad que para aquella época se tenía frente a los fondos de cobertura en Estados Unidos: “*Algunas personas se acercan deliberadamente a la línea divisoria entre lo legal y lo ilegal si ven una oportunidad suficiente de obtener beneficios al hacerlo. Algunos cruzan esa línea y, si son atrapados, buscan justificar sus acciones con base en argumentos formalistas, incluso cuando es evidente que han derrotado el propósito de la ley*”.

Se ha mencionado ya que no todos los casos que desembocan en un litigio demuestran un caso de activismo. Además, los eventos de conflicto de accionistas, como es el del próximo caso a tratar, no siempre se relacionan con la práctica del activismo.

El caso que se expone a continuación evidencia el ejercicio del activismo a través del uso de los medios de comunicación, así como el empleo de mecanismos judiciales como herramientas para ejercer presión en una compañía. Además, se ha elegido este caso considerando que revela con claridad la estructura del capital de las compañías abiertas hoy en Colombia.

Para finales del año 2017, Kingsland Holdings Limited (en adelante se referirá a este como “Kingsland”) era el accionista del 21.9% de las acciones con derecho a voto de Avianca Holdings S.A. y del 14.46% del total de las acciones de esta última compañía.

Por su parte, la sociedad Synergy Aerospace Corporation (en adelante se referirá a esta como “Synergy”), controlada por los hermanos Germán y José Efromovich, poseía el 78.1% de las acciones con derecho a voto de Avianca Holdings S.A. (en adelante se referirá a esta como “Avianca”) y el 51.5% del total del capital suscrito de la compañía.

El porcentaje de capital restante se encontraba dividido para el momento en acciones con dividendo preferencial sin derecho a voto transadas en la Bolsa de Valores de Colombia y ADS⁴⁵ en la Bolsa de Valores de Nueva York.

El accionista Kingsland presenta una demanda ante la Corte Suprema de Nueva York en la cual argumenta que German Efromovich (en adelante se referirá a este como “Efromovich”) sostuvo

⁴⁵ Por su sigla en inglés *American Depositary Shares*. Se trata de acciones que se transan en el mercado de valores de Estados Unidos pero que representan una participación en el capital de una compañía extranjera.

negociaciones secretas con United Airlines (en adelante se referirá como “United”) para su propio beneficio y a expensas de Avianca y sus accionistas.

El acuerdo con United involucraría un proceso de recapitalización que en efecto autorizó la junta directiva de Avianca para atender a necesidades de liquidez que según el demandante habían sido causadas por conductas de Efromovich para maximizar su propio valor como accionista. El negocio además involucraba una alianza comercial con la otra aerolínea.

Para los demandantes, existían mejores opciones para Avianca que United, no obstante, Efromovich impulsó a la negociación con esta aerolínea porque supuestamente le reportaba beneficios personales.

Argumentaron los demandantes que las negociaciones se escapaban de los lineamientos establecidos por la junta directiva y que implicaban una violación al acuerdo de accionistas suscrito entre Avianca, Synergy y Kingsland denominado el Acuerdo de Acción Conjunta.

En dicho acuerdo, Kingsland se encontraba protegido por cláusulas que le otorgaban un derecho de veto frente a transacciones con partes relacionadas, ciertas transferencias o imposición de gravámenes en las acciones de Avianca poseídas por Synergy.

De conformidad con el acuerdo de accionistas, Avianca y sus subsidiarias tenían prohibido realizar ciertas acciones sin el consentimiento de Kingsland, incluyendo (i) fusiones o venta de sustancialmente todos los activos de Avianca, (ii) emisión o venta de participación con derecho a voto, (iii) cualquier contrato con afiliados de Efromovich, y (iv) cualquier adquisición o inversión de capital en un *joint venture* relacionada con la industria aérea que superase treinta millones de dólares de forma individual, o setenta y cinco millones en agregado en cualquier año fiscal.

Para adelantar dichas actuaciones se requería de un procedimiento especial de aprobación de Kingsland. En el evento en que la transacción fuese vetada por Kingsland, Synergy podría comprar la participación de Kingsland en Avianca (*buyout right*) con una prima del 10% sobre el precio de mercado de los ADS de Avianca en la Bolsa de Nueva York en un período determinado. La demanda entonces buscaba prevenir a los demandados de consumir la transacción con United.

Para los demandantes, el precio de las acciones de Avianca había disminuido en los últimos años debido a las faltas de conducta de Efromovich; y afirmaban que no pretendían ejercer el derecho de veto dado que esto resultaba perjudicial para el accionista minoritario. Esto pues, en el evento en que Synergy ejerciera su veto frente a la transacción, se vería obligado a vender sus acciones a un precio insatisfactorio, lo cual en últimas premiaría el mal comportamiento del accionista mayoritario.

El demandante argumentó además que Efromovich tenía deberes fiduciarios como administrador al dominar la junta directiva de Avianca. Alegaba que como resultado de las dificultades financieras de Efromovich este llevó a cabo de forma secreta diversas transacciones en las que comprometió con terceros aproximadamente el 97% de su participación accionaria en Avianca como garantía para préstamos. Estas transacciones se realizaron sin el conocimiento o consentimiento de Kingsland en violación del acuerdo de accionistas. Los deberes fiduciarios de Efromovich requerían que concentrara sus esfuerzos a obtener una transacción que maximizara el valor para todos los accionistas de Avianca.

El demandante afirmaba también que hubo mala fe de Efromovich al revelar únicamente en enero del año 2017 que había emprendido negociaciones con United Airlines. Sostiene que en este sentido se terminó el proceso de negociación con otras aerolíneas potenciales lo cual afectó el

mercado que reaccionó de manera severa. En efecto, con el anuncio de la alianza estratégica el valor del mercado del título cayó de forma considerable.

Argumentó así mismo que esta transacción era solo la más reciente de una lista de transacciones con partes relacionadas que Efromovich había inducido a Avianca a suscribir, imponiendo nuevos pasivos a la compañía a través de transacciones que no se realizaban en condiciones de mercado, y a ejecutar negocios perjudiciales solo con el fin de aliviar las malas inversiones de Synergy, incluyendo préstamos de la compañía a este accionista. De esta manera, era claro que las actuaciones de Efromovich constituían un abuso de su posición en la junta directiva y un incumplimiento de sus deberes de lealtad como administrador de la compañía.

Tanto la prensa como los demás accionistas eran escépticos a la transacción con United Airlines.

La reacción de los demandados fue radicar una contrademanda ante la misma Corte, en la cual Efromovich solicita a la Corte Suprema del Estado de Nueva York que prevenga a Kingsland de realizar cualquier otra divulgación de información confidencial y argumenta a su vez una violación al acuerdo de accionistas. En el texto de la contrademanda, se afirma que la demanda de Kingsland y toda la campaña mediática que la acompañaba estaban diseñadas para romper las negociaciones con United Airlines a través de amenazas, intimidación y desinformación.

Finalmente, ambas partes desistieron de sus pretensiones y el litigio no culminó en una sentencia condenatoria, bajo la condición que las negociaciones continuaran y se completaran de manera satisfactoria para todos los accionistas.

Cabe agregar, que meses después al retiro de la demanda por parte de Kingsland, el accionista anunció que dicho retiro era temporal mientras se ejecutaban las negociaciones del acuerdo, y que, en caso de no llegar a resolver sus diferencias, retomaría su acción judicial.

El caso expuesto permite llegar a diversas conclusiones.

En nuestro país y en otros países de América Latina, el capital se encuentra condensado en unos cuantos accionistas mayoritarios que conforman bloques de control y se encargan de vigilar la gestión de los administradores, y además acostumbran a ser los determinantes de la voluntad de la junta directiva dado que conforman mayorías importantes en la misma.

Además, en este caso fue evidente cómo la junta directiva fue en contra de sus propios lineamientos, teniendo en cuenta que aprobó la decisión de proseguir con la negociación con United, incluso si la misma no encajaba dentro de la hoja de ruta que este órgano ya había planteado para una eventual negociación con aliados comerciales.

Efromovich no solo era el accionista mayoritario sino el mismo presidente de la junta directiva, lo cual le permitía influenciar o incluso dirigir con facilidad las decisiones de la junta directiva de Avianca.

El caso evidencia un problema de agencia ya no entre la administración y todos los accionistas sino entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios, cuando los primeros optan por atender a sus propios intereses o los intereses de los administradores, en detrimento de los derechos de quienes no conforman estas mayorías controlantes.

El caso de Avianca es aún más particular, pues a pesar de transar parte de sus valores en las bolsas de valores de Colombia y Nueva York, el capital en manos de los inversionistas es relativamente pequeño y no tienen derecho a voto. Es por esto que la compañía sigue funcionando con características de una compañía cerrada en muchos aspectos.

El caso también ilustra una de las formas de activismo que se mencionaron en párrafos anteriores.

En el caso puntual, el accionista minoritario, antes que acceder al remedio consagrado en el

acuerdo de accionistas consistente en vetar la transacción y salir de la compañía, optó por ejercer presión mediática sin necesariamente acudir a un contacto directo y privado con la administración. Utilizó además el mecanismo judicial como una forma de proteger sus intereses que consideraba ya habían sido vulnerados por el accionista y administrador de Avianca.

En últimas, en países con mercados bursátiles más pequeños como es evidente en Latinoamérica, resulta más fácil obtener grandes participaciones de capital que permitan nombrar mayorías en los órganos de dirección, a diferencia de Estados Unidos. En este último país el nombramiento de los directivos requiere no solo la adquisición de porcentajes importantes de participación, sino que es necesario emprender todo un proceso de pugna por la representación que implica incurrir en altos costos tanto por la compañía como por el accionista.

El proceso de pugna por la representación es entonces el objeto central del próximo caso a estudiar.

4.3.3. Pugna por la representación - Nelson Peltz v. Procter & Gamble

En el capítulo tercero de este trabajo se expuso cómo en Estados Unidos la elección de directivos es un tema indefinido, toda vez que la influencia de los accionistas en este proceso es debatible. Las denominadas pugnas por la representación (*proxy fights*) se inician cuando un accionista o grupo de accionistas pretende elegir un director que no cuenta con el apoyo de los demás miembros de junta y la gerencia, es decir, un candidato de preferencia del accionista o los accionistas que promueven la pugna. Estos concursos o pugnas son una forma de activismo reconocida pero no demasiado frecuente.

En la actualidad los concursos o pugnas por la representación son la herramienta más eficaz al alcance de los accionistas para influenciar las decisiones sociales en Estados Unidos. Dado el potencial que tienen las pugnas para cambiar el control o la dirección de las compañías, estas últimas dedican tiempo y recursos a combatir al accionista o grupo de accionistas disidentes que dan lugar al concurso, e incluso llegan a asumir costos altísimos.

Sostiene Fairfax que las pugnas por la representación son la herramienta más poderosa que pueden tener los accionistas para influenciar los asuntos corporativos, no solo porque les permite reemplazar a los directivos existentes, sino que pueden desembocar en un cambio de control en la compañía de la cual son dueños. (Fairfax, 2011)

Los accionistas activistas generalmente buscan remover a los miembros de la junta directiva que se oponen a los cambios que ellos desean generar en la compañía e instalan a sus propios candidatos en este órgano quienes con certeza serán receptivos a las propuestas de los accionistas.

El procedimiento para la pugna se realiza a través del sistema de apoderado especial consagrado en la regulación federal de Estados Unidos, como se explica a continuación.

Las partes involucradas en la pugna, esto es, la compañía y el accionista promotor, solicitan a los demás accionistas el otorgamiento de un poder a través de una declaración de poder o formulario 14a (*proxy statement*) que se distribuye a los accionistas y que debe ser radicado ante la Comisión Nacional de Valores. Dicho formulario se debe presentar ante esta entidad para su divulgación, con el fin de informar a los accionistas sobre los temas a tratar en la reunión anual de la asamblea y las instrucciones para ejercer el voto en la misma.

En general, la declaración de poder es un conjunto de documentos que exponen información relevante sobre los candidatos propuestos por cada parte en la pugna, las razones por las cuales los accionistas deberían votar de una u otra manera, ciertos datos importantes sobre la compañía y su desempeño, las propuestas de cada parte, entre otros.

Con esta información, tanto la compañía como el accionista promotor buscarán convencer a los demás accionistas de votar a favor de sus candidatos a la junta directiva, y que, en consecuencia, les otorguen poder para ejercer el derecho al voto en su representación durante la reunión de la asamblea. Así, cada accionista decidirá con base en la información suministrada si otorga poder o no al accionista promotor para la elección de los directivos.

De esta manera, la declaración de poder debe contener una tarjeta mediante la cual los demás accionistas confieran dicho poder al accionista promotor (*proxy card*) para representar sus intereses. En este poder es necesario indicar para qué decisión específica se está concediendo la facultad de voto. Esto es, el objeto del poder debe ser específico frente al sentido y contenido del voto teniendo en cuenta que en la reunión de la asamblea suelen analizarse más temas, además de la elección del candidato propuesta en la pugna.

Estas declaraciones pueden ser modificadas y/o complementadas hasta antes de la reunión de la asamblea y generalmente se publican tanto en la página web de la compañía como la de la Comisión Nacional de Valores de Estados Unidos.

Los costos de las pugnas por la representación son altos debido a los gastos en que se incurre para la impresión y distribución del material de la declaración de representación, así como los costos

de mercadeo y publicidad que realizan las partes con el fin de persuadir a los accionistas de votar en favor de una u otra propuesta.

No existe una norma ni autoridad federal o estatal que indique la manera en que se deben asumir estos costos. Sin embargo, la jurisprudencia de los tribunales y cortes en Estados Unidos han establecido el derecho de la administración de la sociedad de usar el dinero de la compañía para asumir ciertos costos de una pugna por la representación, en relación con sus candidatos, bajo el argumento que la gerencia y los directores tienen el deber de informar a los accionistas y fomentar el ejercicio del derecho al voto. Por su parte, los accionistas promotores normalmente han tenido que asumir sus propios gastos de representación.

De acuerdo con un estudio econométrico del activismo de los fondos de cobertura en Estados Unidos, presentado como trabajo de doctorado por Nickolay M. Gantchev en la Universidad de Pennsylvania, los costos de una pugna por la representación, incluida toda la campaña que la antecede y que la acompaña, tiene un costo promedio de casi once millones de dólares. (Gantchev, 2011)

En consecuencia, estos concursos no se presentan con demasiada frecuencia y los pocos casos ocurridos son de gran reconocimiento y debate mediático, tal como sucede con el caso que a continuación se describe.

En el año 2017, Cincinnati en Estados Unidos fue el escenario para una de las pugnas por la representación más grandes y costosas de la historia. El caso fue protagonizado por Nelson Peltz, un conocido activista inversionista y cofundador de la firma administradora de activos (*asset manager*) denominada Trian Fund Management (en adelante se referirá a esta como “Trian”),

quien solicitaba un asiento en la junta directiva de Procter & Gamble (en adelante se referirá a esta compañía como “P&G”), una compañía valorada en doscientos billones de dólares.

Para febrero de ese mismo año, Trián contaba con una participación en el capital de P&G mediante los distintos fondos de cobertura que manejaba, de alrededor de tres billones y medio de dólares que le otorgó un porcentaje del 1.5% de acciones de la compañía. Una vez el accionista alcanzó dichos porcentajes radicó un Formulario 13f de la Comisión Nacional de Valores que permite divulgar al mercado la propiedad beneficiaria sobre 36,718,855 acciones de la compañía. Este formulario es exigido por el Código de Regulación Federal en la sección 13f de la parte 240, Título 17⁴⁶, y se refiere a cierta información trimestral que deben anunciar los gestores institucionales de inversiones, tales como bancos, corredores de bolsa, gestores de inversiones, aseguradoras, entre otros.

Por muchos años, la estrategia de negocios de P&G era simplemente aumentar los precios en el mercado de acuerdo con la necesidad, por lo cual sus productos se estaban tornando en anticompetitivos en el mercado, bajo el supuesto que un consumidor no está dispuesto siempre a pagar un mayor precio por productos básicos como los que ofrece esta compañía tales como papel higiénico, detergentes, y otros productos de limpieza. Asimismo, la competencia ofrecía mejores o iguales precios por productos amigables con el medio ambiente, biodegradables, entre otros y en consecuencia los productos de P&G estaban perdiendo participación en el mercado.

La propuesta de Peltz incluía (i) la búsqueda de nuevos productos que atendieran a los nuevos hábitos de consumo de los clientes, (ii) la posibilidad de adquirir compañías más pequeñas con

⁴⁶ Citación legal: 17 CFR 240.13f-1

nuevos nichos de mercado y mejorar su portafolio de productos, (iii) cortar costos y efectuar cambios organizacionales, y (iv) destinar más recursos a la ciencia y la innovación.

Todo ello lo soportaba en diversas cifras, para evidenciar, en últimas, que el retorno total a los accionistas (*Total Shareholder Return – TRS*) era considerablemente menor al de otras compañías pares tales como L’Oreal, Kimberly Clark, entre otros, y se hacía necesario un cambio de rumbo.

Al adquirir participación mediante los fondos administrados por Trian, Peltz empezó a ejercer presión solicitando de manera informal un puesto en la junta directiva, a través de acercamientos con algunos miembros de este órgano. Los directivos de P&G señalaban que los datos en los que se fundamentaba Peltz para argumentar la necesidad de un cambio eran antiguos y se mostraban escépticos a sus propuestas.

Durante unos meses, Peltz dirigió correspondencia al gerente ejecutivo de la compañía, pero sus propuestas no fueron acogidas por razones tales como que estas no se podían implementar en el momento en P&G, o que ya habían sido implementadas.

El presidente de la junta directiva afirmaba que este órgano ya contaba con diez miembros independientes y que la propuesta de Peltz de reorganizar la compañía era inconveniente a largo plazo.

Para Peltz, en un principio, la pugna por la representación en el caso de P&G era un sinsentido, teniendo en cuenta que la compañía gastaría una gran cantidad de dinero en el procedimiento de la pugna por la representación solo con el fin de mantenerlo fuera de la junta directiva y conservar

el *statu quo*; mientras que, si le permitían nombrar un candidato suyo, nadie se vería obligado a salir ni se incurriría en dichos costos.

Mediante del formulario 14a mencionado en el capítulo tercero, Trian a través de los fondos de cobertura que eran directamente accionistas de P&G publicó a través de la Comisión Nacional la declaración de poder (*proxy statement*). En este documento se solicitaba poder a los demás accionistas para votar en la reunión de la asamblea de P&G en favor de la elección de Peltz como miembro de la junta directiva de la compañía y adicionalmente contenía una carta dirigida a los accionistas en la cual se explicaban los motivos por los cuales se debería nombrar a Peltz.

En este caso, dentro del material proporcionado a los accionistas en el proceso de pugna por la representación, se publicó la recomendación de la firma de asesoría a accionistas denominada Glass Lewis, a favor del nombramiento de Nelson Peltz como director. Esta firma sostenía que los inversionistas tenían la oportunidad de alentar nuevas discusiones a través de la elección de un candidato calificado y con argumentos convincentes y bien estructurados, así como un conjunto de iniciativas estratégicas que, al menos, deberían ponerse sobre la mesa para una evaluación más sincera de los riesgos y oportunidades de P&G.

La firma de asesoría denominada Institutional Shareholder Services hizo su recomendación en una línea argumentativa similar a la anterior. Sostuvo que los beneficios de la incorporación de un candidato calificado superaban los riesgos potenciales. Aconsejó entonces el apoyo al candidato disidente Peltz. De forma similar opinó la firma Egan Jones Ratings Company.

Tanto en la página web de la compañía como la de la Comisión Nacional de Valores es posible encontrar la basta cantidad de material que fue enviado por ambas partes en la pugna a todos los

accionistas, en el cual cada uno manifestó las razones por las cuales deberían votar a favor o en contra de Peltz.

El costo estimado de la pugna fue de entre sesenta y cinco y cien millones de dólares y fue calificada como una de las más costosas de la historia.

La reunión se llevó a cabo el diez de octubre del 2017 y se presentaron aproximadamente cien accionistas más que en las reuniones de los años anteriores, de acuerdo con la información proporcionada por los medios de comunicación. Los resultados preliminares apuntaban a que el mayor número de votos correspondía a la compañía, por lo cual Peltz no haría parte de la junta directiva. Sin embargo, tras un recuento de los votos, se estimó que el accionista había ganado por un margen muy estrecho y por lo tanto le correspondía un puesto en este órgano de dirección.

En la actualidad, Nelson Peltz es miembro de los Comités de Buen Gobierno y Responsabilidad, así como el de Innovación y Tecnología de Procter & Gamble.

Este caso es bastante relevante para sostener algunas de las afirmaciones sostenidas a lo largo de este trabajo. En primer lugar, demuestra que efectivamente la participación de los accionistas en Estados Unidos en la nominación de directivos es limitada y que para ello es necesario asumir costos muy altos relacionados con la ejecución de un proceso de pugna por la representación.

La otra opción de la cual disponen los accionistas para proponer candidatos a la junta directiva es acudir a las propuestas de accionistas para ser incluidas y votadas en el orden del día de la reunión anual de la asamblea, mediante el procedimiento establecido para ello y explicado en el capítulo

anterior. Esta posibilidad no siempre es eficaz porque la compañía puede descartar con facilidad estas propuestas con base en distintos argumentos, de acuerdo con lo permitido en la Regla 14a-8.

Por otro lado, el caso ilustra cómo las firmas de asesoría a accionistas también son actores relevantes en el escenario del activismo, pues para el caso bajo estudio, tres de estas firmas se involucraron en el procedimiento de pugna para hacer una recomendación de voto a los accionistas, a favor del nombramiento de Peltz.

4.3.4. El caso de Michael Eisner en Walt Disney

Ahora conviene resaltar un caso menos reciente pero icónico que para el momento permitió poner en evidencia los defectos del sistema de votación para la elección de los miembros de junta directiva.

Además, este es uno de los reconocidos casos de la acción indirecta de la cual disponen los accionistas para actuar en nombre de la compañía cuando consideran que un administrador le ha ocasionado un detrimento a la compañía, conocido como acción derivada (*derivative litigation*).

Desde el año 1984, Michael Eisner fungía como el director ejecutivo de The Walt Disney Company (en adelante se referirá a esta como “Disney”). En el año 1995 presionó para que su amigo Michael Ovitz entrara como presidente de la compañía teniendo en cuenta su recorrido en la industria de la música, la dirección y la actuación.

El paquete de compensación y el contrato de trabajo de Ovitz fueron aprobados por el Comité de Remuneraciones de la junta directiva de Disney, pues se creía que su perfil y su experiencia le harían bien a la compañía. Cuando la decisión fue informada, el precio de la acción subió 4.4%

ese mismo día, lo cual aumentó la capitalización bursátil de la compañía por encima de un billón de dólares.

No obstante, como su desempeño como presidente no fue el mejor, la junta directiva decidió removerlo luego de un poco más de un año en el cargo. Según alegaban los accionistas en su demanda, Ovitz no seguía instrucciones de Eisner, no tenía autoridad sobre los demás directivos, y no se adaptó al cambio de cultura que implicaba migrar de una compañía cerrada a una compañía abierta.

El problema surgió por la indemnización que recibió Ovitz con su salida de la compañía, que ascendió a los ciento treinta millones de dólares. Aunque el monto no era representativo en el balance de una compañía tan próspera para la época, fue la excusa para que los accionistas demostraran su inconformismo con Michael Eisner que llevaba dirigiendo desde años atrás y que había propuesto la entrada de Ovitz.

En enero de 1997, un grupo de accionistas de Disney, en nombre de la compañía, presentaron acciones derivadas ante la Corte de Chancery, contra Ovitz y los directores de Disney que prestaban sus servicios en el momento de los hechos denunciados.

En su demanda alegaban que el pago de indemnización era el producto de infracciones contractuales de Ovitz, e infracciones de los deberes fiduciarios por parte de los directivos de Disney; asimismo argüían que la indemnización constituía un despilfarro de activos.

En este sentido, las acusaciones de los demandantes se resumen en dos categorías: (i) por un lado reclamaban a Ovitz por el incumplimiento de su deber de lealtad y de cuidado al negociar y aceptar

las disposiciones de su contrato de trabajo y su paquete indemnizatorio; (ii) y por otro lado reclamaban a los directores por haber incumplido su deber de diligencia y cuidado en la aprobación del paquete de compensación de Ovitz y por la aprobación del monto de la indemnización.

En cuanto a lo primero, la sentencia de primera instancia determinó que Ovitz no había incumplido ningún deber fiduciario frente a Disney, dado que a Ovitz no le aplicaban dichos deberes sino desde el momento que asumió formalmente el cargo el primero de octubre de 1995, momento en el cual ya se habían negociado los términos esenciales de su contrato de trabajo y su paquete indemnizatorio. Los apelantes argumentan que el juzgador de primera instancia se equivocó pues argumentan que Ovitz asumió el cargo de hecho antes que la fecha formal, y ya conocía información confidencial de la compañía por lo cual asumía deberes fiduciarios *de facto*. Sin embargo, en segunda instancia se desestima este argumento en tanto no se probó la condición de administrador de hecho ni que asumió sus funciones de presidencia antes de la fecha mencionada.

Finalmente, tanto la sentencia de primera como de segunda instancia consideran que Ovitz no incumplió ninguno de sus deberes fiduciarios al recibir el pago de su indemnización en tanto él no tomó parte en la decisión de terminación de su propio contrato, que fue terminado sin justa causa y ameritaba una indemnización.

En el proceso es evidente que la partida de Ovitz no fue voluntaria ni preacordada, sino la consecuencia de una serie de eventos que llevaron a la junta directiva a considerar que su perfil no era el adecuado.

En relación con los reclamos frente a los directores de Disney, los demandantes consideran que estos no estaban protegidos por la regla de discrecionalidad (*business judgement rule*) dado que sus actuaciones eran gravemente negligentes y de mala fe.

Como se explicó en capítulos anteriores, en Estados Unidos se presume que, al tomar una decisión comercial, los directores de una compañía actúan de manera informada, de buena fe y con la sincera convicción de que su actuación era la más conveniente para la compañía. Estas presunciones pueden refutarse si el demandante demuestra que los directores incumplieron su deber fiduciario de cuidado o lealtad o actuaron de mala fe, es decir, se invierten la carga de la prueba en contra de los demandantes.

En primera instancia, el juez afirma que de las pruebas apenas se podía deducir una negligencia común en relación con la contratación de Ovitz y la aprobación del plan de indemnización, pero no era posible deducir una actuación abiertamente de mala fe.

El anterior argumento fue acogido por la Corte Suprema de Delaware quien actuó como juez de segunda instancia, la cual consideró que, independientemente de si el raciocinio en primera instancia hubiese sido errado o no, no se había comprobado la mala fe necesaria para desvirtuar la presunción de la regla de discrecionalidad. Es decir, para ambas instancias, la simple negligencia no era suficiente para constituir una violación a dicha regla.

Además, encontró que estos estaban poco pero suficientemente informados sobre la forma de remuneración y compensación de Ovitz y por lo tanto no incumplieron sus deberes fiduciarios de información.

Además, después de todo un análisis probatorio, en segunda instancia se concluye que a pesar de que no actuaron dentro de las mejores prácticas, su falta de diligencia no tenía la entidad para constituir una violación a los deberes fiduciarios.

Aunque las pretensiones para responsabilizar a los demandados no fueron exitosas, el caso judicial demuestra que es posible acceder a mecanismos de alivio cuando accionistas consideran que sus derechos están siendo vulnerados por los administradores.

Con todo, el caso no terminó con la sentencia, toda vez que los accionistas tuvieron éxito en lograr que Eisner se retirara de su cargo, a través de una campaña que se conoció como “Vote NO”.

Luego de la partida de Ovitz, los accionistas insatisfechos con el caso iniciaron una campaña para remover a Eisner de su cargo como director ejecutivo, encabezada por Roy Disney, sobrino de Walt Disney.

El mecanismo de elección de la compañía era el del voto plural (*plurality voting*) que como se expuso en el primer capítulo ha sido objeto de críticas en tanto este permite que un candidato poco legitimado por sus accionistas sea elegido para representarlos, incluso si el número de votos abstenidos o en contra es mayor que el número de votos a su favor.

En el caso puntual, en la campaña para votar por la reelección de los directivos, el 45% de los accionistas se abstuvieron de votar por Eisner, poniendo en evidencia su alta deslegitimación y el descontento de un gran número de accionistas. No es usual ni sencillo alcanzar estos porcentajes en este tipo de compañías, por lo cual se ha considerado que la campaña fue exitosa.

Pese a que los votos obtenidos por Eisner eran suficientes para que continuara en su cargo, la presión que ejerció esta votación sin precedentes que continuó por casi un año, tuvo como consecuencia que Eisner decidiera retirarse de su cargo varios meses después.

Así, este caso pone en evidencia que, aunque el acceso a la justicia no siempre es el más eficaz, teniendo en cuenta la alta carga probatoria que deben satisfacer los accionistas para que un juez se inmiscuya en decisiones corporativas, ha sido una herramienta en Estados Unidos para demostrar su descontento con determinada administración.

CONCLUSIONES

Una vez expuestos cuatro casos relevantes de activismo de accionistas, es posible tomar algunas conclusiones importantes sobre este fenómeno, asumiendo como punto de partida el marco de derechos con el que cuentan los accionistas de las compañías abiertas en Estados Unidos y en Colombia que se expuso en los capítulos preliminares.

La doctrina comparada ha reconocido como los principales derechos de los accionistas los derechos políticos y los derechos económicos. Los primeros conceden, entre otros, voz y voto a los accionistas en la toma de determinadas decisiones relevantes de las compañías, tales como la elección de los directivos y su forma de remuneración, y la decisión sobre las reformas estatutarias; los derechos económicos, por su parte, están relacionados con el disfrute de un monto de las utilidades que genera la compañía que se reconoce a los accionistas en forma de dividendos.

Pese a ser la anterior la regla general, la normativa tanto en Estados Unidos como en Colombia ha permitido la emisión de otro tipo de acciones, incluso en un sector tan regulado como es el mercado

de valores, que reevalúan los derechos políticos y económicos clásicos, otorgando, por ejemplo, mayores dividendos por una menor o nula participación política.

Además, existen herramientas *ex post* que buscan reparar tanto a la compañía como a los accionistas cuando los administradores sociales o incluso los mismos accionistas, irrespetan dicho marco de derechos. Estos derechos, aunados a las exigencias de buen gobierno corporativo arraigadas desde años atrás en ambos países, han permitido que el mercado de valores sea cada vez un mercado más informado, y que el accionista se convierta en el centro de protección de la regulación.

Así, es válido concluir que el marco de derechos de los accionistas en Estados Unidos y Colombia es similar, con marcadas diferencias únicamente en la posibilidad de nominar candidatos a la junta directiva, y en la participación de los accionistas en el esquema de remuneración de los directivos y que, por lo tanto, los accionistas tienen un campo de acción importante para tratar de influenciar la gestión social.

Asimismo, a lo largo del escrito fue posible demostrar cómo el fenómeno del activismo de accionistas, definido como cualquier acto emprendido por uno o varios accionistas encaminado a lograr cambios corporativos dentro de una compañía, no es reciente, pero es evidente que ha tomado nuevas formas y hoy ha marcado una tendencia a nivel internacional.

Nuevos actores en el mercado de valores han dado lugar a formas novedosas de activismo, tales como los fondos de cobertura en Estados Unidos, los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales.

Es claro también que el activismo cubre un amplio espectro de acciones, que van desde el ejercicio de las prerrogativas consagradas en la ley tales como la formulación de propuestas de accionistas dentro de los límites de cada legislación, la elección y nominación de los candidatos para la junta directiva, la opinión o decisión sobre la remuneración de los directivos, hasta los mecanismos judiciales utilizados tanto como medio de protección o como medio de presión.

Parece entonces que el marco de derechos en ambas jurisdicciones estudiadas es similar, toda vez que se considera que los derechos políticos y económicos son inherentes a la propiedad sobre las acciones, aunque el espectro de acción que permiten en uno y otro lugar es diferente. Sin embargo, existen todavía aspectos por mejorar, que las necesidades del mercado y la participación de los accionistas irán poniendo en evidencia. Corresponde al legislador, así como a todos los actores involucrados en el escenario corporativo, responder a estas nuevas necesidades de regulación que surjan, y a las necesidades de innovación y de mejoramiento que se presenten dentro del mercado de las compañías abiertas.

En el caso particular colombiano, nuestro mercado de valores se ha fortalecido de manera progresiva en los últimos años, en un contexto de relativa estabilidad macroeconómica y adaptación de la regulación a estándares internacionales. Con todo, se concluye finalmente que el escenario del activismo es aún futuro, teniendo en cuenta que dicho mercado se encuentra en crecimiento y su volumen transaccional no es demasiado alto por lo cual, tal como se ha reiterado a lo largo del trabajo, el capital se encuentra concentrado en unos pocos. Por el gran porcentaje de capital que logra obtener un único accionista o unos pocos, éstos no acuden a prácticas de activismo tan marcadas como se estudiaron para el caso de Estados Unidos, sino que se involucran

directamente con la gestión ya que, en la mayoría de los casos, los intereses de la administración están alineados con los suyos propios.

Es una realidad que Colombia ha generado cambios importantes en su regulación para ofrecer a los inversionistas pequeños, institucionales y extranjeros la seguridad del buen gobierno corporativo, la eficiencia y la transparencia del mercado, en busca de replicar eficiencias de otros mercados, tales como el de Estados Unidos. Pero ello a su vez ha implicado mayores cargas para la posibilidad de acceder al mercado de valores en calidad de emisor, por lo cual el crecimiento del mercado en cuanto a número de emisores todavía es remoto.

Sin embargo, como se expuso, en Colombia hemos tomado nota de muchos aspectos de la legislación y la jurisprudencia norteamericana para incorporar novedades a la nuestra, por lo cual parece que, en la medida en que nuestro mercado de valores se fortalezca y se asimile más al de Estados Unidos, la aparición del fenómeno no estará lejos del país.

BIBLIOGRAFÍA

Bohórquez, K. (5 de Diciembre de 2017). Kingsland podría volver a los estrados si Avianca no firma acuerdo con United. *La República*. Obtenido de <https://www.larepublica.co/empresas/kingsland-podria-volver-a-los-estrados-si-avianca-no-firma-acuerdo-con-united-2577966>

Córdoba, P. A. (2014). *El Derecho de Sociedades y el Gobierno de la Sociedad Anónima*. Bogotá D.C.: Universidad Externado de Colombia.

Cuillerier, I., & Hall, C. (Diciembre de 2011). CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management (UK) LLP: Disclosure Requirements in the Context of Total Return Swaps. *The Journal on the Law of Investment & Risk Management Products*, 31(11).

Editorial. (29 de Noviembre de 2017). Demandas entre Avianca Holdings y Kingsland Holdings no van más. *Revista Dinero*. Obtenido de <http://www.dinero.com/empresas/articulo/avianca-holdings-y-kingsland-holdings-acordaron-retirar-sus-demandas/252907>

Ernst & Young Center for Board Matters. (2017). Obtenido de [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-2017-proxy-season-review/\\$File/ey2017-proxy-season-review.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-2017-proxy-season-review/$File/ey2017-proxy-season-review.pdf)

Fairfax, L. (2011). *Shareholder Democracy: A Primer on Shareholder Activism and Participation*. Durham: Carolina Academic Press.

Gantchev, N. M. (2011). The Costs of Shareholder Activism: Evidence from a Sequential Decision Model. Publicly Accesible Penn Dissertations. Obtenido de http://repository.upenn.edu/edissertations/442?utm_source=repository.upenn.edu%2Fedissertations%2F442&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages

Gibson Dunn. (29 de Junio de 2017). *Shareholder Proposal Developments During the 2017 Proxy Season*. Obtenido de <https://www.gibsondunn.com/shareholder-proposal-developments-during-the-2017-proxy-season/>

González, M. C. (27 de Marzo de 2017). Avianca responde con otra demanda a Kingsland Holding. *Portafolio*. Obtenido de <http://www.portafolio.co/negocios/empresas/avianca-holdings-demanda-al-accionista-que-se-opone-a-alianza-con-united-airlines-504467>

Gramm, J. (2016). *Dear Chairman: Boardroom Battles and the Rise of Shareholder Activism*. Nueva York: Harper Business.

Holson, L. M. (25 de Septiembre de 2005). A Quiet Departure for Eisner at Disney. *The New York Times*. Obtenido de <http://www.nytimes.com/2005/09/26/business/media/a-quiet-departure-for-eisner-at-disney.html>

Izzi, M. (s.f.). *Suing a Corporation as a Corporate Shareholder*. Obtenido de Legal Match: <https://www.legalmatch.com/law-library/article/suing-a-corporation-as-a-corporate-shareholder.html>

Jahnke, P. (Septiembre de 2017). *Voice versus Exit: The causes and consequence of increasing shareholder concentration*. Obtenido de <https://ssrn.com/abstract=3027058>

Malecki, C., & Magnier, V. (2011). SRI, shareholder activism and corporate governance: an efficient triptych? *Law and Financial Markets Review*, 357- 366.

Malenko, N., & Shen, Y. (Diciembre de 2016). The Role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design. *Review of Financial Studies*, 29(12).

Martínez, N. H. (2014). *Cátedra de Derecho Contractual Societario*. Bogotá D.C.: Legis .

McCahery, J., Sautner, Z., & Starks, L. T. (Diciembre de 2016). Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors. *The Journal of Finance*, LXXI(6).

Reyes, F. (2013). *Derecho Societario en Estados Unidos y la Unión Europea* (4 ed.). Bogotá D.C.: Legis.

Rose, P., & Sharfman, B. S. (2014). Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance. *Birgham Young Univeristy Law Review*, 1015 - 1051.

Theater, D. (4 de Marzo de 2004). Disney shareholders force Eisner out of chairman's role. *The Guardian*. Obtenido de <https://www.theguardian.com/business/2004/mar/04/usnews.citynews>

Velasco, J. (2006). *The Fundamental Rights of Shareholders*. (U. D. Review, Ed.) Journal Articles.

Velásquez, C. A. (2014). Orden Societario.

Normas colombianas

Código de Comercio

Ley 222 de 1995

Decreto 2555 del 2010

Decreto 3923 de 2006

Normas extranjeras

Código de Regulación Federal de Estados Unidos

Ley de Valores de Estados Unidos

Ley Williams de Estados Unidos

Ley de Inversiones de Estados Unidos

Casos judiciales

Avianca Holdings S.A. v. Kingsland (Corte Suprema del Estado de Nueva York, 2017).

CSX Corp v. Children's Investment F (Corte de Apelaciones de Estados Unidos, 2008).

Disney v. Eisner (Corte Suprema del Estado de Delaware, 2005)

Disney v. Eisner (Corte de Chancery, 2005)

Superintendencia de Sociedades. Delegatura de Asuntos Mercantiles. Sentencia S - 800 – 52 del 1 de septiembre de 2014.

Superintendencia de Sociedades. Delegatura de Asuntos Mercantiles. Sentencia S - 800-40 del 2 de Julio del 2014.